

Variation sur le thème
‘A la recherche de nouvelles fondations’ pour la finance et la gouvernance d’entreprise’

Version révisée*

Juillet 2002

Gérard Charreaux, Professeur en Sciences de Gestion
Université de Bourgogne,
Iae Dijon-Latec (FARGO : Centre de recherche en Finance, ARchitecture
organisationnelle et Gouvernance des Organisations)

Contacts : Université de Bourgogne, Iae, Pôle d'économie et de gestion
2, Bd Gabriel, BP 26611, 21066 Dijon Cedex, France
Tel. (33) (0)3 39 54 35 ; Fax. (33) (0)3 39 54 88
Email : gerard.charreaux@u-bourgogne.fr

* Une première version de cet article a été rédigée pour la session inaugurale du colloque de l'Association Française de Finance, Paris, 7 décembre 2001. L'auteur remercie Frédéric Lobeux pour ses commentaires sur la première version de ce texte.

Résumé : L'objectif de cet article est de proposer une voie alternative à celle que préconise Zingales pour donner de nouvelles fondations à la finance d'entreprise. En empruntant le même cheminement que Zingales, cet article retient, premièrement, une définition plus large de la finance, accordant à l'investissement une place au moins équivalente à celle du financement. Deuxièmement, considérant que la vision contractuelle, dans son interprétation traditionnelle fondée sur la protection des actifs spécifiques, conduit à une théorie financière déconnectée de toute considération productive, il est proposé de lui substituer les théories de la firme associées aux courants cognitifs. Troisièmement, les conséquences de ce passage des théories contractuelles aux théories cognitives pour réinterpréter les décisions de financement sont analysées. Elles conduisent à apporter des explications nouvelles aux rôles des fonds propres externes et de la dette financière, mais surtout à celui de l'autofinancement, en insistant notamment sur sa dimension positive. Enfin, à l'instar de Zingales, les conséquences de ce changement de grille théorique pour la gouvernance et l'évaluation font également l'objet d'une rapide investigation.

Mots clés : finance d'entreprise ; théories cognitives de la firme ; gouvernance d'entreprise.

Codification JEL : G310 ; G320 ; G380

L'article de Jensen et Meckling « Theory of the Firm : Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure and Ownership Structure », est généralement considéré comme ayant introduit une rupture de paradigme en finance d'entreprise en donnant naissance à la finance organisationnelle. D'une certaine manière, un autre titre, « 25 ans après Jensen et Meckling ...quel bilan et quelles orientations pour la finance organisationnelle ? » aurait pu être donné à cet article. L'objectif de ce dernier cependant n'étant pas de faire une recension, mais plutôt de prendre du recul par rapport aux développements de la finance, il a été titré « Variation sur le thème 'A la recherche de nouvelles fondations' ». Ce titre a été inspiré par l'intervention faite par Luigi Zingales devant l'Association américaine de Finance, intitulée « *In Search of New Foundations* » et publiée dans le Journal of Finance d'août 2000. L'argumentation de Zingales pour justifier cette recherche est très simple et rejoint les réflexions qu'il a conduites par ailleurs (Rajan et Zingales, 2000a) sur la gouvernance des nouvelles formes de firmes. Selon lui, la théorie financière traditionnelle a été construite pour expliquer le comportement financier de la forme d'entreprise supposée prédominante au début du 20^e siècle, la firme managériale à la Berle et Means. L'évolution constatée dans la nature de la firme (l'éclatement des conglomérats, le développement des alliances, l'importance prise par le capital humain...) ¹ l'entraîne à remettre en cause la théorie financière traditionnelle jugée inadaptée pour appréhender les nouvelles formes de firme et à proposer de nouvelles fondations pour la finance d'entreprise en relation directe avec le développement de la théorie de la firme ². Cette adaptation de la finance, qui privilégie sa dimension organisationnelle, le conduit également à insister sur les conséquences que pourrait avoir cette nouvelle approche sur la nature de la recherche en finance d'entreprise tant sur le plan théorique qu'empirique.

Cette préoccupation de rapprocher la finance de la théorie des organisations n'est pas l'apanage de Zingales. Plus récemment, on la trouve également dans l'adresse présidentielle de Franklin Allen (2001), toujours devant l'Association américaine de finance, portant sur le rôle des institutions financières, « *Do Financial Institutions Matter ?* ». Elle n'est pas non plus totalement originale, puisque ce rapprochement entre théorie financière et théorie de la firme peut être attribué au travail pionnier de Jensen et Meckling publié il y a 25 ans. Il semble toutefois que l'article de ces derniers, dont le contenu dépassait largement le seul modèle d'explication de la structure financière, puisqu'il s'intégrait dans un projet beaucoup plus ambitieux de fonder une théorie générale des organisations (notamment de la gouvernance et

¹ On retrouve déjà cet argument dans Jensen (1993, p. 872) et dans Brennan (1995, p. 18).

² Pour une discussion plus générale des conséquences des nouvelles caractéristiques de l'économie, résumées parfois sous le terme de « knowledge economy », sur les formes organisationnelles, lire Foss (2001).

de l'architecture organisationnelle) n'ait bouleversé que relativement superficiellement l'approche de la finance d'entreprise. En particulier, sur le plan méthodologique, le courant dominant procède très différemment de la démarche employée par Jensen et Meckling lorsqu'ils proposent leur théorie positive de l'agence qu'ils opposent à la théorie principal-agent ou normative de l'agence. Enfin, cette préoccupation rejoint également d'autres analyses critiques du paradigme de la finance d'entreprise contenues, plus ou moins explicitement, tant dans l'adresse présidentielle de Jensen en 1993 que dans la remarquable synthèse réalisée par Brennan (1995). La première contenait en particulier une critique très sévère de la recherche en finance qui, soit aurait délaissé le problème de l'investissement, soit l'aurait traité de façon non pertinente³. La seconde insiste, à travers une critique des modèles de signalisation, sur les limites méthodologiques du travail traditionnel de modélisation⁴.

Toutefois l'interrogation de Zingales survient vraisemblablement à un moment plus critique pour le paradigme traditionnel pour au moins trois raisons :

(1) L'évolution des formes organisationnelles s'est fortement accélérée ces dernières années ce qui renforce l'argument central de son argumentation.

(2) Les travaux des chercheurs en finance font de plus en plus intervenir des éléments étrangers au modèle néoclassique empruntant, notamment dans le domaine de la gouvernance, des ingrédients issus d'autres domaines. Ainsi, il est fréquent de voir apparaître des contraintes attribuées à l'environnement légal (La Porta et al., 1997) sinon à la culture. Ces emprunts concernent également la finance de marché, puisque la finance dite comportementale fait, par exemple, de nombreux emprunts à la psychologie (Shiller, 1998).

(3) Comme le soulignait Brennan⁵ (1995, p. 10) une des principales évolutions de la finance, depuis le début des années 70, a été son rattachement progressif au champ de l'économie financière au détriment de celui des sciences de gestion. D'une certaine façon, l'irruption de la théorie des organisations conduit à une démarche inverse qui n'a d'ailleurs rien de surprenant au vu des développements importants de la théorie économique néo-institutionnelle sur lesquels s'appuient de nombreux travaux en sciences de gestion, notamment en stratégie. La frontière n'est d'ailleurs pas tant entre économie et sciences de

³ Jensen (1993, p. 870) «The finance profession has concentrated on how capital investment should be made, with little systematic study of how they actually *are* made in practice ». Jensen (1993, p. 872) « Finance is now much less an exercise in valuing a given stream of cash flows (although this is still important) and much more the study of how to increase those cash flows... ».

⁴ Brennan (1995, p. 13), « The accounts provided by these signaling models have an inherent plausibility, yet they often lack the bite of a Popperian conjecture since they generally fail to yield empirical predictions beyond the ones for which they were custom tailored... ».

⁵ Brennan (1995, p. 10) « It is therefore worth recalling that in 1970 the term « financial economics » was not yet in common usage, and the battle between finance as a subfield of economics was not yet over ».

gestion qu'entre le paradigme économique néoclassique dominant et les paradigmes économiques concurrents.

Après cette longue introduction visant à repositionner la démarche de Zingales dans un contexte plus général, nous allons nous référer à certaines de ses réflexions pour proposer une analyse différente visant le même objectif, c'est-à-dire la création d'un paradigme de recherche alternatif au paradigme financier dominant actuellement. Ce faisant, il faut préciser qu'une telle démarche n'a rien de très originale. D'une certaine manière, la finance fait plutôt figure d'exception par rapport aux autres disciplines, l'économie ou la sociologie bien entendu, mais également les autres sciences de gestion qu'il s'agisse de la stratégie, du marketing, de la gestion des ressources humaines, au sein desquelles cohabitent plusieurs paradigmes plus ou moins concurrents.

Les réflexions présentées dans cet article seront articulées successivement autour des trois points retenus par Zingales, dans l'objectif de cerner les contours d'un nouveau paradigme pour la finance d'entreprise.

- (1) Quelle définition donner de la finance d'entreprise ?
- (2) Quelle théorie de la firme et, par association, quelle théorie de la création de valeur doit-on retenir comme nouvelles fondations ?
- (3) Quelles sont les conséquences de ce changement de paradigme pour la recherche sur les questions les plus importantes en finance et gouvernance ?

La démarche n'étant pas sans risque, il faut préciser que ces réflexions sont de nature exploratoire et restent peu élaborées. Elles ont pour seul objectif de faire réfléchir au statut actuel et à l'évolution de la finance et de la gouvernance d'entreprise.

1. Quelle définition donner de la finance d'entreprise ?

Poser la question de la définition de la finance d'entreprise peut surprendre. On pourrait supposer qu'il y a consensus sur ce point dans la communauté des chercheurs en finance. De fait, il n'en est rien. Si on suit Zingales, dans sa définition de la *Corporate Finance* (dont la traduction par le terme de finance d'entreprise n'est pas très fidèle), il s'agit du domaine relatif au seul financement des sociétés cotées. Une telle définition, très étroite, ne recouvre que partiellement ce qu'on trouve tant dans les manuels de base, que dans les principales revues académiques. Certes, les problèmes de définition relèvent de la convention, mais ils influencent fortement les questions de recherche posées.

Réduire la finance d'entreprise à la question du financement des sociétés cotées non seulement élimine du champ d'études de nombreuses formes d'entreprise mais, en outre,

exclut du champ d'investigation financier, une dimension traditionnelle de la finance à savoir l'investissement. Or, tant la lecture des manuels les plus connus qu'un inventaire précis de la recherche en finance montre que la décision d'investissement⁶ représente un pilier traditionnel de la finance d'entreprise.

D'une certaine façon cependant, comme l'ont souligné Jensen (1993) et Harris et Raviv (1996), la dimension investissement dans la recherche financière a été négligée au profit de celle du financement, en incluant sous cette rubrique toutes les questions relatives au partage du risque, des gains et du contrôle et, en fait, soit n'a pas été considérée, soit l'a été indirectement à travers le financement.

Si on résume succinctement le traitement de l'investissement dans la théorie financière⁷, on est parti du modèle de Fisher⁸ pour établir des règles normatives de choix d'investissement. Ce traitement se résume à un problème de sélection fondé sur l'évaluation de flux supposés donnés et ce modèle particulier, qui a contribué pour beaucoup à réduire la finance à être une simple science de l'évaluation, possède un faible pouvoir explicatif des pratiques des entreprises en matière d'investissement. L'irruption du modèle de Modigliani et Miller (1958) ne modifie pas cette représentation, puisque leur modèle suppose les flux d'investissement donnés et que leur questionnement ne porte que sur l'influence de l'allocation des flux sur la valeur de la firme. L'avancée la plus significative dans le domaine, mais qui reste limitée, est initialement due à Jensen et Meckling. Elle a consisté à abandonner l'hypothèse de séparabilité entre investissement et financement en supposant que le mode de répartition des flux pouvait avoir un effet sur leur niveau. Toutefois, même au sein du vaste courant de littérature issu de cette idée, le traitement de l'investissement reste subordonné à celui de la répartition (ou du contrôle), c'est-à-dire du financement. Dans l'ensemble des modèles (y compris dans les modèles conduisant à appliquer la théorie des options aux investissements réels), la distribution des flux reste exogène et pour reprendre l'analogie proposée par Nelson et Winter (1982), la problématique de l'investissement reste celle de la sélection au sein d'un menu donné.

Ce traitement en tant que tel n'est pas condamnable. On peut montrer qu'il est associé à un type particulier de théorie de la firme. Il présente cependant de nombreuses limites pour

⁶ Pour une recension des travaux sur l'investissement voir Harris et Raviv (1996).

⁷ On trouvera une synthèse critique très détaillée de l'approche économique-financière de l'investissement dans Charreaux (2001).

⁸ O'Sullivan (2000) précise que la perspective qui s'est imposée ne rend pas compte fidèlement des travaux de Fisher, pour lequel, à l'instar de Böhm-Bawerk, le taux d'intérêt dépendait simultanément de la préférence pour le présent et de la productivité. En corollaire, il y aurait eu pour Fisher un lien entre la création et la répartition de la valeur.

expliquer le comportement réel d'investissement des firmes dans la mesure où il échoue à proposer une théorie explicative de l'émergence même des opportunités d'investissement ou des flux associés, objectif qu'il faut vraisemblablement viser si on souhaite véritablement comprendre puis agir sur les processus de création de valeur, y compris en proposant des méthodes d'évaluation. Comprendre la formation des opportunités de croissance permettrait peut-être de parvenir à des méthodes d'évaluation plus pertinentes.

Certains chercheurs en finance diront qu'il s'agit de domaines qui ne relèvent plus de la finance mais, par exemple, de la stratégie et de la théorie des organisations mais, ce faisant, ils adoptent une définition très réductrice de la finance dont le champ d'investigation s'est sensiblement élargi comme le montre Jensen (1993, p. 871) depuis plus de deux décennies avec la mise en évidence des interactions entre la finance (*stricto sensu*, le financement), la gouvernance (définie comme la structure de contrôle des principaux dirigeants) et l'architecture organisationnelle (au sens des systèmes d'allocation des décisions, de mesure de la performance et d'évaluation). Un tel élargissement a conduit à entreprendre de nombreuses recherches dans des champs étrangers autrefois au domaine de la finance, par exemple le conseil d'administration, les modes de rémunération des dirigeants, l'incidence des systèmes institutionnels, notamment les systèmes légaux... Curieusement, comme le souligne également Jensen⁹ (1993, p. 870), la recherche sur les décisions d'investissement n'a été que peu affectée par les développements de la théorie de l'agence.

Qu'il s'agisse d'élargir le paradigme actuel ou de créer un paradigme alternatif, il semble important d'inclure dans la définition de la finance d'entreprise, le domaine de l'investissement et de développer des recherches sur les processus complets d'investissement – ne se limitant pas à la seule sélection –, pour les raisons suivantes :

(1) De nombreuses théories de la firme pouvant servir de support au développement d'un paradigme alternatif en finance supposent que la source principale de création de valeur est à rechercher dans l'émergence, au sens de la création ou de l'invention, des opportunités d'investissement plutôt que dans la « capture » de ces opportunités et de la répartition des flux qu'elles secrètent. Ces théories s'accompagnent en outre souvent d'une conception différente de l'environnement, considéré comme choisi ou construit, plutôt que subi, ce qui conduit à une vision du changement davantage proactive que par adaptation réactive à des modifications exogènes de l'environnement.

⁹ Jensen (1993, p. 870), «Agency theory... has fundamentally changed corporate finance and organization theory, but it has yet to affect substantially research on capital-budgeting procedures.»

(2) Même si on privilégie l'étude des processus de création de valeur à travers la dimension répartition ou contrôle, il est vraisemblable que celle-ci n'intervient pas uniquement lors de la phase de sélection des investissements, mais également lors d'autres phases, notamment lors de l'élaboration même des opportunités d'investissement. Cette remarque ne fait que traduire l'idée selon laquelle, il est peu vraisemblable que des acteurs non intéressés au partage ou au contrôle proposeront des projets d'investissements ou développeront les compétences nécessaires à la création de ces projets et à leur mise en oeuvre.

(3) L'aspect construction des opportunités d'investissement conduit à accorder davantage d'attention aux actifs humains qui sont à l'origine du développement de compétences distinctives et du capital organisationnel. L'argument présenté ici pour justifier l'importance accordée au capital humain, de nature productive, est toutefois différent de celui avancé par Zingales qui passe par la protection de la relation entre les employés et la firme, et qui ne touche au processus de création de valeur que via la répartition ou le contrôle.

A l'évidence, l'attribution d'une place importante à la théorie de l'investissement au sein de la finance d'entreprise, sans sacrifier pour autant le financement, oriente vers un élargissement de la modélisation du processus même de création de valeur qui suppose lui-même une réflexion sur la théorie de la firme qui peut lui être associée.

2. Modélisation du processus de création de valeur et théorie de la firme associée

La seconde question posée par Zingales porte sur la théorie de la firme à retenir pour refonder la finance. De fait, à chaque théorie de la firme candidate correspond une représentation particulière du processus de création/répartition de la valeur et la question de la modélisation de ce processus est indissociablement liée à la théorie retenue. Nous commencerons par présenter de façon critique l'argumentation de Zingales, puis nous montrerons que la modélisation traditionnelle est issue d'une interprétation souvent restrictive, sous l'influence de la théorie économique néo-classique, des travaux fondateurs des théories contractuelles de la firme. Enfin, nous introduirons les théories cognitives de la firme qui peuvent servir de nouvelles fondations à la finance et à la gouvernance d'entreprise.

2.1. Une vision critique de la théorie de la firme comme réseau d'investissements spécifiques

Selon Zingales, au-delà de l'argument selon lequel la théorie financière de la firme a été construite pour une forme de firme tombée en désuétude, les justifications permettant de

renforcer le lien entre théorie financière et théorie de la firme sont au nombre de trois, associées aux trois dimensions de la finance d'entreprise qu'il distingue : la structure de financement ; la gouvernance des entreprises et l'évaluation.

(1) Pour comprendre la structure de financement, il faut pouvoir cerner l'origine des coûts de faillite, c'est-à-dire savoir pourquoi une firme vaut davantage, en tant qu'entité, que la somme de ses actifs. Il ajoute (p. 1630) « *nous devons comprendre la finalité de la firme et comment elle crée de la valeur relativement au marché* », ce qui correspond à l'interrogation initiale de Coase.

(2) La gouvernance pouvant être assimilée à l'étude de l'allocation et de l'exercice du pouvoir (de l'autorité) hiérarchique, il est nécessaire de comprendre pourquoi ce pouvoir est nécessaire, donc d'avoir une théorie de la firme.

(3) Pour pouvoir évaluer la firme, il est nécessaire de définir ce qu'elle recouvre en tant qu'entité, notamment en y incluant l'ensemble des parties prenantes s'appropriant une partie de la rente. Zingales rejoint ainsi l'approche partenariale de la firme développée notamment par Blair (1995) ou, dans une perspective plus générale, par Charreaux (1995) et Charreaux et Desbrières (1998).

L'argumentation de Zingales est certes recevable et, à de nombreux égards, elle s'inscrit dans la continuité directe de Jensen et Meckling lorsqu'on considère leur projet dans sa globalité, c'est-à-dire en tant que théorie générale des formes et du contrôle organisationnels. L'introduction de la dimension investissement, en particulier de la nécessité de comprendre l'émergence des opportunités d'investissement, conduit encore à renforcer le lien entre finance et théorie des organisations.

Sur le plan de la structure de financement, l'interrogation de Zingales sur la finalité de la firme et la façon dont elle crée de la valeur renvoie directement aux considérations formulées sur l'investissement. Comme nous le verrons, cependant, les approches contractuelles donnent une vision très particulière et incomplète du processus de création de valeur. En particulier, poser la question de ce qui fait la valeur de la firme en tant qu'entité, à travers les coûts de faillite, constitue une option particulièrement restrictive.

La définition de la gouvernance de Zingales est également prisonnière des mêmes limites. Certes, la définition qu'il donne en retenant l'ensemble de l'architecture organisationnelle (et non la seule gouvernance des principaux dirigeants) implique nécessairement d'introduire une théorie de la firme. Mais de nouveau, l'angle contractualiste étroit qu'il considère affaiblit d'une certaine façon la force de son argumentation.

Enfin, l'approche de l'évaluation qu'il préconise reste également limitée si on ne dispose pas d'une théorie explicative de l'origine même des investissements. On peut ajouter, en outre, qu'elle apparaît peu cohérente avec son approche de la structure de financement limitée aux capitaux financiers, alors que l'inclusion d'autres partenaires dans l'attribution de la rente conduit en toute rigueur à retenir une vision élargie du bilan et de la structure de financement telle qu'elle a été proposée par exemple par Cornell et Shapiro (1987). Cette dernière vision intègre d'autres parties prenantes au passif et introduit la notion de capital organisationnel à l'actif.

Au-delà des trois dimensions identifiées par Zingales, il semble de plus qu'il faudrait considérer l'investissement comme une dimension à part entière de la finance, et que la compréhension du processus d'investissement nécessite également un renforcement des liens entre finance et théorie de la firme.

Après avoir analysé les conséquences pour la finance d'un certain nombre de représentations de la firme, toutes liées à l'approche contractuelle, à savoir, la firme comme « **nœud** de contrats explicites », la firme comme « **nœud** de contrats explicites et implicites », la firme comme un « ensemble d'options de croissance » et la firme comme un « ensemble d'actifs » réunis sous une même propriété, Zingales conclut aux limites de ces théories pour analyser les nouvelles formes de firmes. Ces dernières se caractérisent en particulier par trois traits principaux : (1) une baisse de l'importance liée à l'intégration verticale et au contrôle des actifs physiques ; (2) l'accroissement de l'intensité de la concurrence globalisée qui renforce l'importance de l'innovation et de la qualité et (3) l'importance du capital humain dans la création des rentes.

Aucun commentaire approfondi de cette analyse ne sera fait, même si elle est critiquable sur un certain nombre de points. En particulier, la vision présentée de la conception **nœud** de contrats est relativement réductrice et caricaturale et peut être contestée au vu de certains développements (et de leurs interprétations) contenus dans les écrits fondateurs de Coase, d'Alchian et Demsetz ou de Jensen et Meckling. Par ailleurs, la distinction contrats implicites contre contrats explicites mériterait également d'être discutée, cependant ces aspects ne sont pas essentiels et nous nous concentrerons sur la théorie de la firme proposée par Zingales, dans le prolongement des travaux de Rajan et Zingales (1998). On pourrait ajouter également, que de nombreuses formes organisationnelles ne répondant pas au schéma de la firme managériale ont toujours existé et que le capital humain a toujours été un actif important dans certaines activités. Il suffit, par exemple, de se référer aux recherches

de Hansmann (1988, 1996) pour avoir une vision de la firme intégrant ce type de considérations, à partir de sa formulation très générale de la théorie des droits de propriété.

Pour introduire sa théorie, Zingales écrit « *Après tout, ce qui définit la finance d'entreprise c'est sa focalisation sur les problèmes soulevés par le financement de la combinaison unique d'actifs et de personnes qu'on appelle firme. Comprendre ce qui rend cette combinaison unique est une étape fondamentale que nous ne pouvons plus repousser* »¹⁰.

Et cette compréhension, selon lui, passe par les réponses à quatre questions (p. 1644, 1645) issues de la théorie de la firme « *comme réseau d'investissements spécifiques construits autour d'une ressource critique* » proposée par Rajan et Zingales (1998) dans une perspective qui se veut une prolongation et une extension des modèles de Grossman et Hart (1986) et Hart et Moore (1990) et de la théorie des contrats incomplets¹¹.

(1) Comment une organisation acquiert-elle un pouvoir différent de celui qui régit les transactions de marché, en particulier, quand les actifs considérés ne sont pas physiques ? Pour Zingales, l'organisation construit son pouvoir dans la mesure où l'entrepreneur contrôle l'accès¹² à une ressource critique qui, par le biais de complémentarités, va permettre

¹⁰ On trouvera une approche de même nature dans Moussu (2000, p. 361) selon lequel « La théorie organisationnelle proposée vise donc à offrir une analyse financière reposant sur un référentiel nouveau de la firme qui accorde de l'importance au mode de fonctionnement spécifique des accords implicites, essentiel à la compréhension de la relation d'emploi. »

¹¹ Pour Grossman et Hart (1986, p. 692), la firme est définie par les actifs qu'elle possède et la propriété s'assimile à la détention des droits de décision résiduels (*residual control rights*). La propriété conduit à pouvoir s'approprier ex post une part substantielle de la rente et, par conséquent, elle a une influence ex ante sur les décisions d'investissement. Hart et Moore (1990, p. 1121) précisent que le seul droit possédé par le propriétaire d'un actif est sa capacité à empêcher les autres de l'utiliser. Cette autorité sur l'usage de l'actif physique conduit à détenir celle sur les salariés : le pouvoir sur les actifs humains est indirectement acquis grâce à la propriété des actifs aliénables. La représentation de Zingales peut être également vue, selon Blair (1999, p. 82) comme proche de la perspective introduite par Aoki (1984) pour lequel la firme est une combinaison durable de ressources spécifiques à la firme. Blair (1999) et Blair et Stout (1999), critiquant les conclusions de Rajan et Zingales, proposent par ailleurs une réinterprétation leur permettant d'aboutir à une explication de la firme comme entité légale. Selon Blair (1999, p. 85), la firme comme entité légale agit d'une part comme « répertoire » de l'ensemble des droits de propriété sur les actifs utilisés dans la production et sur l'output, d'autre part en allouant les droits décisionnels sur elle-même à un conseil d'administration indépendant responsable envers la firme-entité.

¹² La notion d'accès est définie par Rajan et Zingales (1998) comme la capacité à utiliser ou à travailler avec une ressource critique, qui peut être du capital humain. La régulation de l'accès est un moyen de promouvoir l'investissement spécifique, notamment en capital humain. L'accès est supposé constituer un meilleur mécanisme incitatif que la propriété des actifs car le montant de la rente obtenu est davantage contingent à l'importance de l'investissement spécifique réalisé. Cette présentation de la propriété des actifs physiques rejoint, dans une certaine mesure, celle de Hansmann (1996, p. 15-16), pour lequel la propriété de la firme n'a rien à voir avec celle du capital financier. Autrement dit, il n'est pas nécessaire que les propriétaires (c'est-à-dire ceux qui disposent des droits formels de décision résiduels ou d'appropriation des gains résiduels) soient des investisseurs, au sens financier, dans la firme. Pour Hansmann (p. 299), le raisonnement d'Hart et Moore, selon lequel la propriété des actifs spécifiques à la firme incite fortement et indirectement les propriétaires des actifs à réaliser d'autres investissements spécifiques à la firme, tels que des investissements en capital humain, ne requiert pas la propriété des actifs au sens juridique. Il suffit que le « propriétaire » contrôle le ~~nom~~ de contrats en détenant les droits contractuels. On peut par ailleurs également prétendre que la notion d'accès est également présente chez Alchian et Demsetz (1972, p. 782 et 783) dans la mesure où ces derniers insistent sur le pouvoir

l'accumulation d'investissements spécifiques¹³. Zingales (p. 1638) écrit : « *On peut alors distinguer le rôle joué par la propriété, qui confère le droit de retirer une ressource après que les investissements spécifiques ont été faits, de celui du contrôle, qui régule l'accès à l'actif avant que les investissements spécifiques n'aient été faits* »¹⁴.

(2) Comment ce pouvoir se maintient-il et est-il accru? Le pouvoir (qui correspond aux droits de décision résiduels) s'accroît avec le nombre de personnes se spécialisant. Une condition pour que les incitations à la spécialisation soient suffisantes est que les perspectives de croissance soient assez fortes pour garantir l'appropriation d'une part suffisamment importante de la rente créée.

(3) Comment ce type de pouvoir opère-t-il, par opposition au pouvoir associé aux relations de marché ? La différence fondamentale entre les transactions internes à la firme et les transactions marchandes est liée à la protection respectivement associée aux droits de propriété dans les deux cas. Dans le premier cas, les employés ne se voient pas reconnaître, sauf exception, de droits de propriété formels, ce qui faciliterait le transfert interne des ressources grâce à une meilleure flexibilité.

(4) Comment le surplus secrété par la firme est-il réparti entre les différents partenaires ? Il faut que le système de gouvernance garantisse un alignement entre la capacité à capturer les opportunités et les gains qui en sont issus (p. 1649).

Le questionnement et les réponses apportées par Zingales supposent, à l'instar de l'ensemble des théories de la firme fondées sur l'efficience, un modèle particulier de création et de répartition (ou d'appropriation) de la valeur. La rente trouve son origine dans le processus d'accumulation d'investissements spécifiques autour des ressources critiques détenues par le dirigeant¹⁵. La pérennité est assurée si la croissance de la rente est suffisante pour inciter les différents partenaires à développer les investissements spécifiques, en fait, dans le cas présent, les salariés à investir leur capital humain. Par ailleurs, comme le précisent

qu'a le dirigeant de fixer et de gérer la composition de l'équipe de facteurs de production et que c'est dans la mesure où on a accès à cette équipe que les synergies peuvent émerger.

¹³ Les complémentarités vont être source de pouvoir vis-à-vis des autres apporteurs de ressources qui, en cas de retrait, perdraient la valeur conjointement créée. Ce réseau est fondé sur le fait que les apporteurs valorisent mieux leurs ressources à l'intérieur de la firme. Par ailleurs, les partenaires clés se voient reconnaître un droit d'accès à l'entreprise ou à ses ressources critiques et obtiennent ainsi un pouvoir dans la mesure où ils peuvent se retirer (il y a donc une double dépendance). Zingales assimile ce réseau d'investissements spécifiques aux notions de capacités (Wernerfelt, 1984) et de capital organisationnel.

¹⁴ Zingales (2000, p. 1638), « One can then distinguish between the role played by ownership, which confers the right to withdraw a ressource after specific investments have been made, from that of control, which regulates the access to the asset before specific investment are made ».

¹⁵ On trouvera une analyse plus développée dans Rajan et Zingales (2000a).

Rajan et Zingales (2001), en raison du caractère de plus en plus inaliénable des actifs critiques, « *le problème de l'appropriabilité, plutôt que celui de la triche managériale pourrait être à présent le problème le plus important en matière de gouvernance* »¹⁶.

Si la théorie de la firme proposée par Zingales conduit à des considérations très stimulantes sur les relations entre les notions de propriété et de pouvoir et insiste sur le rôle du capital organisationnel dans la formation de la performance, *in fine*, elle reste très traditionnelle dans sa conception de la création de valeur et de l'investissement. Inscrite dans la lignée de la théorie de Hart et Moore (1990), c'est-à-dire de la théorie des droits de propriété revisitée à partir de la théorie des contrats incomplets, elle maintient une vision limitée de la firme comme instrument disciplinaire. L'objectif est de réduire les pertes d'efficacité liées aux conflits associés au partage de la rente et, plus particulièrement, celles associées au sous-investissement résultant de la spécificité des actifs et des phénomènes de *hold-up* dans la tradition de Williamson.

Toutefois, comme le soulignent de façon critique, à l'intérieur du même courant théorique, Holmström et Roberts (1998, p. 75) « *Les firmes sont des mécanismes complexes de coordination et d'incitation pour les activités individuelles. Elles doivent résoudre une diversité de problèmes bien plus riches que l'élaboration de systèmes incitatifs pour l'investissement et la résolution du phénomène de hold up* »¹⁷. Si on cherche véritablement à expliquer les frontières de la firme, il faut aussi tenir compte d'autres externalités contractuelles, dont notamment les problèmes de transfert d'information et de connaissance et les auteurs concluent qu'il est surprenant que pour cerner les frontières de la firme les économistes n'aient pas accordé davantage d'attention au rôle de la connaissance organisationnelle¹⁸.

Cette critique cependant n'est pertinente que pour les économistes du *mainstream*, de nombreux courants tant en économie néoinstitutionnelle qu'en sciences de gestion et, plus généralement, en théorie des organisations, ayant privilégié l'approche de la firme dans une perspective cognitive où la notion de connaissance est centrale. Et, selon la thèse défendue dans cet article, pour fonder une théorie de la finance sur une théorie de la firme, il serait vraisemblablement fructueux, – y compris en tenant compte des coûts « méthodologiques »

¹⁶ Rajan et Zingales (2001), « ... the problem of appropriability, rather than managerial shirking may now be the more important problem of governance ».

¹⁷ Holmström et Roberts élargissent ainsi l'approche d'Holmström et Milgrom (1984) selon laquelle la firme est un système d'incitations, c'est-à-dire un ensemble d'arrangements institutionnels conçus pour fournir les incitations nécessaires à la résolution des problèmes de coopération et de coordination.

¹⁸ Holmström et Roberts (1998, p. 90), «...it is surprising that the leading economist theories of firm boundaries have paid almost no attention to the role of organizational knowledge ».

associés à un tel changement de paradigme – de s’orienter également vers les théories de la firme relevant du courant cognitiviste (les « *Knowledge Based Theories* »), notamment car celles-ci apportent des réponses différentes de celles proposées par les théories contractuelles pour caractériser ce qu’est une firme, ce qui en fait la spécificité, et expliquer pourquoi elle crée de la valeur.

2.2. Un retour sur les fondements des théories contractuelles

Avant de considérer les apports de ces théories cognitives, il n’est pas inutile de faire un commentaire sur certains aspects originaux des courants contractuels parfois perdus de vue et qui sont importants pour comprendre les modèles de création et de répartition de la valeur ainsi que la nature de la firme. D’une certaine façon, la façon de modéliser la firme dominante actuellement en finance et qui, ne fait que se poursuivre avec l’approche proposée par Zingales, constitue en fait une simplification, sinon une déformation, dommageable des idées fondatrices de Coase (1937) et d’Alchian et Demsetz (1972) et de leurs prolongements chez Demsetz (1991) et Jensen et Meckling (1976).

Dans l’interprétation dominante des théories contractuelles appliquées à la firme, l’analyse du schéma de création et d’appropriation de la valeur est très spécifique. La justification des frontières de la firme repose principalement sur la vision Williamsonienne de la théorie des coûts de transaction, à savoir la firme existe pour pallier les failles du marché, ces dernières étant liées aux problèmes posés par la spécificité des actifs et l’opportunisme potentiel des acteurs. Autrement dit, on internalise pour éviter d’être spolié et perdre le minimum de valeur par rapport à ce qui serait réalisable par rapport à l’optimum de premier rang, à l’économie du Nirvana. Appliqué à la finance, ce schéma conduit Williamson (1988) à justifier le recours aux fonds propres externes pour financer les investissements spécifiques.

L’interprétation fondée sur la théorie de l’agence, reprend principalement les arguments associés au modèle financier de Jensen et Meckling, à savoir que la gestion des contrats entre la firme, centre contractant, et les partenaires financiers (actionnaires et créanciers financiers) doit se faire de façon à réduire au mieux les coûts d’agence, c’est-à-dire les pertes de valeur évaluées par rapport au *benchmark* théorique de l’économie du bien-être.

Dans les deux schémas, l’origine de la valeur, de la rente organisationnelle est passée sous silence. L’ensemble des opportunités d’investissement les plus profitables étant connu, ce qui importe c’est d’éviter de gaspiller les ressources en investissant de façon sous-optimale, soit en raison des problèmes de spécificité, soit en raison des conflits d’agence. Le

schéma contractuel conduit ainsi à attribuer la source de la performance non pas à la façon dont on crée de la valeur, c'est-à-dire à la façon dont une firme parvient à être plus performante que ses concurrentes dans sa fonction productive, mais à la façon dont on évite de gaspiller la valeur potentielle en mettant en place les schémas de contrôle adaptés, notamment en termes incitatifs. Cette vision disciplinaire des théories contractuelles cependant ne rend pas toujours justice aux idées initiales de ses fondateurs, dont la dimension n'était pas exclusivement disciplinaire.

Ainsi, si à la suite des travaux de Williamson, l'argument de la spécificité des actifs et de la propriété des actifs comme mode de gouvernance permettant d'en supprimer les incidences négatives, a joué un rôle central dans la définition de la nature de la firme et de l'identification de ses frontières, cet argument a toujours été nié par Coase. Ce dernier, tant dans son article original que dans les commentaires qu'il a ajoutés par la suite (Coase, 1991a, b et c), insiste sur l'importance de la latitude dont dispose l'entrepreneur pour employer le facteur de production en relation avec les autres facteurs. Comme il l'écrit « *lorsque la répartition des ressources... devient dépendante de l'acheteur, une relation que je qualifie de firme apparaît* ». Ce qui importe, c'est la spécificité qualitative de la coordination dirigée par la firme, notamment en raison de sa flexibilité et le point important n'est pas lié à l'acquisition des facteurs de production mais à leur mode de gestion. Il ajoute en outre (1991c, p. 64-65) que son analyse ne le conduit pas à assimiler la firme à la relation d'emploi, mais qu'elle concerne l'ensemble des facteurs de production et il conteste très explicitement le rôle de l'opportunisme et de la spécificité comme argument central (1991c, p. 69 et 70), Grossman et Hart (1986) ayant, selon lui, trahi sa pensée.

La coordination dirigée présente donc des caractéristiques qualitatives importantes qui ne se résument pas au seul pouvoir disciplinaire. Comme le dit Coase, les fournisseurs ne sont pas nécessairement hostiles et les employés dociles (1991b, p. 58). Ce qui est important selon l'interprétation de Loasby (2000, p. 3), c'est la flexibilité associée à la possibilité de saisir des opportunités non encore perçues¹⁹. En d'autres termes, l'essentiel pour Coase, ce qui apporte un avantage comparatif, c'est la flexibilité de la gestion centralisée des contrats à travers le centre contractant constitué par la firme.

Dans la théorie de la firme fondée sur la métaphore de l'équipe de production, Alchian et Demsetz (1972) montrent que la firme émerge comme un instrument de contrôle permettant de profiter au mieux des gains associés aux synergies dues à la production jointe en équipe, en

¹⁹ Loasby (2000, p. 3), « the incentives which matters is to reduce the costs of making appropriate arrangements to take advantage of future opportunities that are not yet perceived ».

luttant contre les effets de la triche. Toutefois, la notion de contrôle est souvent interprétée de façon étroitement disciplinaire, alors qu'Alchian et Demsetz lui donnent un contenu beaucoup plus riche : au-delà de la mesure de la performance, de la répartition des rémunérations et la gestion des contrats, elle recouvre également l'observation du comportement des inputs, l'organisation du travail et le choix des tactiques et des stratégies. Ils précisent également que l'employeur est un spécialiste du contrôle qui acquiert, au contact des facteurs de production composant l'équipe, une connaissance spécialisée de leur compétence et de leur productivité. L'efficacité de la production résulte notamment de cette meilleure connaissance des performances productives des facteurs, en liaison avec leurs synergies.

Comme on le voit, la source de la performance n'est pas uniquement l'élimination de la triche stricto-sensu, la performance naît avant tout de la bonne qualité du management qui recouvre certes la mesure de performance et les aspects disciplinaires (sanctions et rémunérations) mais également des aspects liés à l'organisation de la production, notamment dans la connaissance acquise et Alchian et Demsetz écrivent (1972, note 18) « *la firme est un substitut spécialisé au marché pour l'utilisation en équipe des facteurs de production ; elle constitue un meilleur (c'est-à-dire moins coûteux) vecteur de recueil et d'obtention de la connaissance sur des ressources hétérogènes* »²⁰. Le rôle de la connaissance organisationnelle acquise, créée, par le management pour aboutir à une performance productive supérieure est explicite²¹.

Ce rôle de la connaissance organisationnelle allait prendre encore un rôle plus important chez Demsetz (1991) et dans sa théorie de la firme spécialisée. Dans cet article, qui constitue une critique sévère de la théorie des coûts de transaction dans sa version Williamsonienne, et notamment de l'argument de la spécificité à la base de l'intégration verticale, Demsetz propose une définition de la firme faisant intervenir de nombreux autres motifs que la spécificité « *Chaque firme est un panier d'engagements envers une technologie, du personnel et des méthodes, toutes contenues et contraintes par une couche d'information spécifique à la firme qui l'isole, et ce panier ne peut être transformé ou imité facilement ou*

²⁰ Alchian et Demsetz (1972, p. 794), « ...the firm is a specialized surrogate for a market for team use of inputs ; it provides superior (i.e. cheaper) collections and collation of knowledge about heterogeneous resources ».

²¹ On trouvera un argument similaire dans Alchian (1969, p. 349) où il attribue la compétitivité des grandes firmes à l'existence des marchés internes du capital et du personnel. Ces marchés internes permettent d'obtenir une information, une connaissance qu'il est impossible d'obtenir sur des marchés externes. Cette analyse est confirmée par le rôle que Demsetz (1973, p. 1) attribue à la connaissance « It may well be that superior competitive performance is unique to the firm, viewed as a team, and unobtainable to others except by purchasing the firm... The firm may have established a reputation or goodwill that is difficult to separate from the firm itself... Or it may be that the members of the employee team derive their higher productivity from the knowledge they possess about each other in the environment of the particular firm in which they work, a source of productivity that may be difficult to transfer piecemeal ».

rapidement »²². Cette définition s'inscrit cependant dans la perspective contractuelle telle que la définit Demsetz. Pour ce dernier, un *noeud* de contrats ne constitue une firme que sous trois conditions : (1) la firme doit être une unité spécialisée de production pour autrui ; (2) le *noeud* de contrats doit être durable et (3) la coordination doit être dirigée. Il ajoute qu'au-delà des considérations traditionnelles associées aux coûts de la coordination marchande et de surveillance, le troisième facteur, déterminant la productivité de la firme, est lié aux conditions qui sous-tendent l'acquisition et l'utilisation de la connaissance ce qui le conduit, *in fine*, à définir les firmes comme « *des répertoires de connaissance spécialisée et d'inputs spécialisés pour mettre en œuvre cette connaissance* »²³ (Demsetz, 1991, p. 171), leurs frontières étant déterminées, notamment, par le souci de réduire les coûts liés à la connaissance²⁴.

Les lecteurs attentifs de l'œuvre de Jensen et Meckling (notamment des articles fondamentaux de 1976 et 1992) savent qu'ils ont été directement influencés pour construire leur théorie des organisations²⁵, dont est issu leur modèle de la structure de financement, par Hayek (1945), Alchian et Demsetz (1972) et Demsetz (1991). Tant leur théorie de l'architecture organisationnelle, que leur théorie de la gouvernance dont on trouvera les différents articles dans Jensen (1998, 2000a), sont fondées sur l'idée clé que les structures de propriété, les systèmes de gouvernance, les systèmes de décision et les systèmes de contrôle sont déterminés de façon à exploiter au mieux la connaissance spécifique, supposée être le déterminant de la performance. Par ailleurs, Jensen et Meckling (1994) retiennent une définition de la rationalité différente de la rationalité néo-classique dans la mesure où ils supposent non seulement que la rationalité est limitée (dans un sens faible), mais également que les individus ont la capacité d'innover. Jensen (1994) est même partisan, visiblement influencé par la théorie de l'apprentissage organisationnel, de faire évoluer ce modèle vers le

²² Demsetz (1991, p. 165), « Each firm is a bundle of commitments to technology, personnel and methods, all contained and constrained by an insulating layer of information that is specific to the firm, and this bundle cannot be altered or imitated easily or quickly ».

²³ Demsetz (1991, p. 171), « as repositories of specialized knowledge and of the specialized inputs required to put this knowledge to work ».

²⁴ (Demsetz, 1991, p. 173). « The vertical depth of the firm may be considered from the perspective of the need for conserving on information costs. » On peut remarquer que Coase (1990) est finalement proche de cette analyse. Comme il l'écrit (p. 90) « ...while transaction cost considerations undoubtedly explain why firms come into existence, once most production is carried out within firms and most transactions are firm-firm transactions and not factor-factor transactions, the level of transaction costs will be greatly reduced and the dominant factor determining the institutional structure of production will in general no longer be transaction costs but the relative costs of different firms in organizing particular activities ».

²⁵ On trouvera une description détaillée de la théorie des organisations de ces auteurs dans Charreaux (1999, 2000a).

Pain Avoidance Model de façon à pouvoir prendre en compte les phénomènes d'inertie organisationnelle, qui freinent les adaptations des firmes.

Ces développements révèlent qu'à l'origine les théories contractuelles sont loin de réduire les sources de la performance de la firme au seul contrôle de la spécificité et à la réduction des conflits d'intérêts. Le lien entre connaissance et performance est sinon toujours totalement explicité, au moins reconnu. Et finalement, on réalise que ces théories dépassaient souvent la proposition de Zingales pour ouvrir sur une conception de la firme permettant de la définir, au-delà des seuls arguments disciplinaires en fonction de considérations cognitives issues de la vision Hayekienne. Ce qui fait la spécificité de la coordination dirigée, à l'origine de la nature de la firme, semble principalement lié à la capacité à saisir de nouvelles opportunités, à construire et à exploiter au mieux la connaissance.

À l'exception peut-être de Demsetz, que Foss (1997a) reconnaît, à égalité avec Penrose (1959), comme un des deux fondateurs de l'approche « ressources »²⁶, le lien entre la théorie contractuelle de la firme et la connaissance reste cependant très superficiel car l'origine de l'avantage compétitif lié à la connaissance reste mal identifiée. Par exemple, dans Jensen et Meckling (1992), comme le souligne Demsetz (1992, p. 276), la distribution de la connaissance reste donnée, exogène, et on ne sait rien des facteurs qui déterminent la nature de la connaissance spécifique à acquérir ou à construire. Autrement dit, la question même de l'origine de la rente, de la valeur créée n'est pas véritablement posée. De fait chez Jensen et Meckling (1992) le problème de la connaissance est quasi exclusivement posé en termes de colocalisation avec les droits décisionnels, donc de transfert.

Il faut également insister sur le fait que si l'article de Jensen et Meckling (1976) a beaucoup influencé la finance, il n'a pas été pourtant à l'origine du courant dominant en finance d'entreprise, davantage incarné par les développements issus de la théorie principal-agent ou de la théorie des contrats incomplets. Cela s'explique vraisemblablement par les fondements méthodologiques de la théorie positive de l'agence qui, comme l'a souligné

²⁶ Foss montre que dans son article de 1973, Demsetz attribue l'existence de rentes durables au fait que certaines firmes sont à même de construire un capital organisationnel en raison de capacités cognitives particulières (cf. note 22). Ces rentes sont durables car les firmes concurrentes, toujours pour des raisons cognitives, éprouvent des difficultés à évaluer l'origine de la performance, en raison notamment de la complexité. Foss ajoute en outre que, selon Demsetz, l'avantage compétitif peut seulement être obtenu à partir de ressources acquises à un prix inférieur à leur valeur actualisée. Ainsi selon Demsetz (1973, p. 2) « ...inputs are acquired at historic costs, but the use made of these inputs, including the managerial inputs, yields uncertain outcomes. Because the outcomes are surrounded by uncertainty and are specific to a particular point in its history, the acquisition cost of inputs may fail to reflect their value to the firm at some subsequent time. By the time their value to the firm is recognized, there are beyond acquisition by other firms at the same historic costs, and, in the interim, shareholders of the successful or lucky firm will have enjoyed higher profit rates ». Ce lien entre l'approche de Demsetz et l'approche par les ressources est également souligné par Madhok (1996).

Jensen (1983), diffèrent assez sensiblement de ceux des théories « normatives », que ce soit pour le type de rationalité supposée, les variables privilégiées ou le type d'investigation préconisé. Certaines extensions proposées par Jensen (1994), lequel insiste sur le rôle de l'apprentissage et des freins au changement écartent encore davantage la théorie positive de l'agence des approches normatives.

2.3. Les théories cognitives de la firme

Cette question de l'origine de la rente, de ce qui fait qu'une firme va être plus créatrice de valeur qu'une autre, est au centre des préoccupations des théories cognitives de la firme qui privilégient la notion de connaissance aux dépens de celle d'information pour comprendre le processus de création de valeur. Si dans la littérature on oppose souvent les théories cognitives aux théories contractuelles, sur la base de l'opportunisme (Conner et Prahalad, 1996), une autre distinction, peut-être plus pertinente, a été introduite par Fransman (1998) qui distingue les théories fondées sur la « connaissance » (théories cognitives), qui considèrent que les firmes sont des répertoires de connaissance, et celles fondées sur l'information, qui supposent que les firmes constituent des réponses à des problèmes de nature informationnelle. Cette distinction nécessite que soient précisées les définitions respectives de l'information et de la connaissance.

Pour Fransman (1998, p. 148) « *L'information peut être définie comme l'ensemble de données se rapportant aux états du monde et aux conséquences contingentes à ces états qui découlent des événements du monde résultant de causes naturelles ou sociales*²⁷ ». L'information dans cette conception représente un ensemble fermé de possibilités potentiellement connaissables, mais qui ne le sont pas nécessairement par tous les acteurs. Les problèmes surgissent alors de l'existence d'asymétrie d'informations. Par exemple, dans la formulation du problème de la nature de la firme par Coase, l'asymétrie d'information constitue une faille du marché (liée au problème de la découverte des prix) et la firme est un moyen de limiter les coûts liés à cette asymétrie. Dans le modèle de l'équipe de facteurs de production d'Alchian et Demsetz, on peut également présenter le problème du contrôle de la triche en fonction de l'asymétrie d'information sur le niveau d'effort et, dans la perspective Williamsonienne, l'opportunisme associé à la spécificité ne trouve à s'exprimer qu'en raison de l'asymétrie d'information.

²⁷ Fransmann (1998, p. 148), « Information may be defined as data relating to states of the world and the state-contingent consequences that follow from events in the world that are either naturally or socially caused. ».

Par opposition à la notion d'information, toujours selon Fransman, la notion de connaissance représente un ensemble ouvert, subjectif, résultant de l'interprétation de l'information par les individus et contingent à leurs modèles cognitifs. Autrement dit, un élément de connaissance est une information interprétée au moyen d'un modèle cognitif. Par exemple, un accroissement du dividende qui constitue une information produira un élément de connaissance différent selon le modèle interprétatif adopté par l'individu.

La qualification des théories contractuelles par l'asymétrie d'information ne semble totalement fondée cependant, compte tenu des commentaires précédents sur les travaux des fondateurs, que dans le *mainstream*, qui postule que l'ensemble des acteurs partagent les mêmes modèles cognitifs, alors que les autres courants qui admettent l'existence d'une connaissance tacite non transmissible font, plus ou moins explicitement, l'hypothèse contraire. Par exemple, dans le modèle d'Alchian et Demsetz, les dirigeants sont censés se construire des modèles cognitifs particuliers au travers de leur type de gestion et au contact des autres facteurs de production.

Dans la théorie positive de l'agence, la réponse n'est pas immédiate car les termes d'information et de connaissance sont souvent employés de façon indifférente. Dans le modèle de la structure de financement de Jensen et Meckling (1976), visiblement les modèles cognitifs sont identiques pour tous les individus, et seule varie l'information, par exemple sur le niveau des prélèvements non pécuniaires du dirigeant ou sur l'ensemble des opportunités d'investissement, entre dirigeants et actionnaires ou entre actionnaires et créanciers financiers. Ce type d'interprétation prévaut également dans le modèle du *Free Cash Flow* de Jensen (1986). Le modèle de rationalité retenu par Jensen et Meckling (1994) conduit cependant à conclure différemment, à savoir que les modèles cognitifs peuvent diverger. Il est évident que si on admet cette possibilité de divergence, la formulation traditionnelle des problèmes dans les théories contractuelles pourrait sensiblement évoluer, puisque au-delà de la notion standard de conflit d'intérêts, il faudrait introduire celle de conflit cognitif, reconnue dans les théories cognitives. Pour illustrer le problème posé, une distribution de dividende ne sera considérée comme un moyen de résoudre les conflits d'intérêts que si tous les acteurs retiennent cette interprétation, en partageant le même modèle cognitif.

En quoi ce passage de la notion d'information à celle de connaissance peut-il être associé à une approche différente de la nature de la firme ? Comment cette notion de connaissance se traduit-elle au sein du processus de création et d'appropriation de la valeur qui sous-tend les théories cognitives ?

A l'instar des théories contractuelles reposant sur l'information, les théories cognitives comprennent plusieurs courants qui privilégient différents arguments et qui, souvent, sont fortement imbriqués. En caricaturant, on peut identifier trois courants principaux à l'origine des théories cognitives :

– Le courant comportemental inauguré par Simon (1947), March et Simon (1958) et Cyert et March (1963) au sein duquel la firme est considérée comme une coalition politique et une institution cognitive qui s'adapte via l'apprentissage organisationnel²⁸. Cette théorie insiste notamment sur les aspects cognitifs et normatifs de la coordination.

– La théorie économique évolutionniste néo-schumpeterienne qui définit la firme avant tout comme une entité regroupant des activités de façon cohérente, un répertoire de connaissance productive²⁹, un système interprétatif³⁰, et qui privilégie la notion de concurrence fondée sur l'innovation. Elle a notamment été développée par Nelson et Winter (1982), et a entraîné un courant de recherche très important auquel on peut rattacher des auteurs tels que Eliasson, Dosi, Foss, Langlois, Loasby, Hodgson, Witt... Cette théorie critique notamment la représentation des choix d'investissement selon la métaphore du choix au sein d'un menu préexistant d'opportunités données. Pour elle le menu se construit à partir des connaissances acquises par l'apprentissage et stockées dans les routines organisationnelles.

– Les théories de la stratégie fondées sur les ressources et compétences (la *Resource Based View*) qui trouvent principalement leur origine³¹ dans les travaux de Penrose (1959) et son projet de construction d'une théorie de la croissance de la firme. La firme apparaît comme un ensemble de ressources et une entité d'accumulation de connaissance guidée par la vision des dirigeants, liée notamment à l'expérience qu'ils ont accumulée. L'origine de la croissance durable se situe dans la capacité d'apprendre et dans la spécificité du stock de connaissances

²⁸ L'apprentissage organisationnel suppose qu'il y a interdépendance entre les individus pour construire la connaissance à l'intérieur de la firme. Cette connaissance a une nature collective et l'apprentissage est un processus social institutionnalisé d'interprétation, d'essai, de *feedback* et d'évaluation (Hodgson, 1998). Il s'agit d'un processus de formulation et de résolution de problèmes plutôt que d'acquisition et d'accumulation d'information (Hodgson, p. 191).

²⁹ Winter (1991, p. 190) définit la firme comme « Firms as repositories of productive knowledge » et Witt (1998, p. 163) résume la définition de la firme dans l'approche néo-schumpeterienne «... as a means of acquiring, combining, utilizing and maintaining technological and commercial knowledge and skills ». Pour Eliasson (1990, p. 280) «... the firm can be viewed as a hierarchy of ordered teams of people embodying the human competence needed to coordinate resources (machines, raw materials, labor, etc) to generate economic value or profits. »

³⁰ Pour Loasby (2000, p. 9), « A firm is a response to human cognitive limitations » ; « ...the firm is a focussing device for the organisation structured development of knowledge and skills within a cognitive framework which is reinforced by the emergence of locally relevant institutions. It is an interpretative system. »

³¹ Rappelons cependant que pour Foss (1997a), Demsetz peut être considéré comme l'autre fondateur de l'approche par les ressources.

accumulées. Ce travail a ouvert un courant très important³² de recherches au sein duquel on trouve des auteurs comme Wernerfelt, Barney, Dierickx et Cool, Conner et Prahalad, Kogut et Zander, Teece...

On pourrait ajouter également à ces courants, ceux consacrés à l'apprentissage organisationnel, qui participent cependant d'une logique différente, mais qui conduisent à définir la firme comme une organisation cognitive, apprenante (Argyris et Schön 1978, Senge 1990).

A travers ces courants, le schéma qui sous-tend la nature de la firme, en permettant non seulement de la distinguer du marché mais également de ses concurrentes, c'est-à-dire de lui définir une identité, apparaît très différent de ce qu'il est dans l'interprétation traditionnelle des théories contractuelles. En particulier, l'élément le plus caractéristique est l'importance accordée à la dimension productive tant du point de vue de l'innovation que de la coordination de cette production. Ainsi, pour Loasby (2001, p. 38-39), qui fait référence à l'œuvre d'Adam Smith, le problème de la coordination ne peut être défini de façon pertinente en considérant que la firme est un système informationnel coordonné par un système incitatif adéquat. Il faut le définir relativement à un objectif de croissance fondé sur l'utilisation non pas de l'information mais de la connaissance, cette dernière ne se limitant pas à la collecte de l'information mais à son traitement et à son interprétation. Cette redéfinition entraîne également, selon Loasby, une conception plus complexe de la firme comme un système ouvert par opposition à un système fermé et l'abandon de la notion d'équilibre en faveur de celle de processus.

Si on tente de récapituler les différents éléments relatifs à la connaissance qui sous-tendent ces différentes théories, la firme comme processeur ou répertoire de connaissance émerge au travers de différentes utilisations de l'argument cognitif :

- L'orientation de l'activité en fonction notamment de la vision des dirigeants.
- La création de connaissances à la base de l'innovation et de l'ensemble des opportunités d'investissement, ces connaissances ayant un caractère tacite et social, qui les rend difficilement imitables.
- La protection de la base de connaissances.
- La coordination lors de l'activité productive qui fait intervenir des dimensions d'exploitation et de transfert de connaissance dépassant largement le seul transfert d'information, dans la mesure où intervient une dimension interprétative.

³² On trouvera un ouvrage d'introduction à ce courant dans Foss (1997b).

– La résolution des conflits, qui dépasse la seule résolution des conflits d'intérêts pour prendre une dimension cognitive, voire axiologique (liée aux valeurs). La firme intervient non seulement pour réduire les conflits d'intérêts mais également pour réduire les conflits cognitifs³³ ou les conflits de valeurs.

Ce dernier point mérite un commentaire particulier. Une grande différence de nature entre les conflits d'intérêts et les conflits cognitifs (et entre les théories contractuelles et les théories cognitives) est qu'autant on a intérêt à réduire au maximum les conséquences des conflits d'intérêts – sources de pertes d'efficacité –, autant ce résultat est vraisemblablement sous-optimal pour les conflits cognitifs, car il est vraisemblable que l'innovation, voire la simple adaptation, est favorisée par l'existence conjointe de différents schémas cognitifs³⁴. Autrement dit, les gains d'efficacité résultant de la réduction des conflits cognitifs peuvent être plus que compensés par la réduction du potentiel d'innovation ou d'adaptation. On retrouve ici l'opposition traditionnelle entre « exploitation » et « exploration » telle qu'évoquée par March (1991) ou entre « efficacité statique » et efficacité « dynamique » (Dosi, 1990).

Le niveau où interviennent les différents conflits (cognitifs et d'intérêts) est également différent. Les conflits d'intérêts, liés au partage de la rente, n'interviennent pas dans la formation de l'ensemble des opportunités d'investissement ; ils conduisent uniquement à choisir un niveau ou un type d'investissement sous-optimal dans cet ensemble. Par exemple, un dirigeant sous-investira ou choisira un investissement moins risqué pour limiter son risque personnel. En revanche, les conflits cognitifs interviennent lors de la construction et de l'évaluation de la pertinence stratégique des opportunités d'investissement. Des dirigeants, des administrateurs, des actionnaires importants peuvent faire des propositions incompatibles ou s'opposer quant à l'appréciation de la viabilité industrielle d'un projet, sur la base de la même information, parce qu'ils partagent des modèles cognitifs différents. Un degré supplémentaire pourrait encore être franchi pour élargir cette notion de conflit, en invoquant les conflits axiologiques, lesquels peuvent orienter les décisions des dirigeants indépendamment des questions d'intérêt et de leurs modèles cognitifs, pour des raisons d'équité ou d'éthique, par exemple vis-à-vis de projets entraînant des risques écologiques ou génétiques.

³³ Selon Hodgson (1998), les principaux problèmes de coordination sont dus aux conflits cognitifs liés au fait que les individus ne partagent pas la même conception du monde.

³⁴ C'est notamment l'argumentation développée par Foss (1996b), pour lequel la variété des comportements entraîne une plus grande innovation et donc une efficacité « dynamique » supérieure.

Le schéma de création et d'appropriation de la valeur qui correspond à l'orientation théorique cognitive apparaît très différent du schéma traditionnel associé aux théories contractuelles, dans lesquelles la dimension productive est ignorée et ou, finalement, la clé de la performance est liée à la structuration du système de contrôle et à l'allocation des droits de propriété. Elle conduit notamment à une approche différente des motifs de l'existence de la firme et de ses frontières. Par exemple pour Foss (1996a), les firmes existent parce qu'elles peuvent coordonner plus efficacement les processus d'apprentissage collectif. Pour Dosi (1994, p. 231) les firmes sont des ensembles de compétences clés et d'actifs complémentaires associés à ces compétences et « *les frontières de la firme doivent être comprises non seulement en termes de coûts de transaction mais également en termes d'apprentissage, de dépendances de sentier, d'opportunités technologiques, de sélection et de complémentarité des actifs* »³⁵.

Bien entendu, on peut se demander à l'instar de Winter (1991), de Foss (1996b) ou de Foss et Foss (2000), si les théories cognitives sont incompatibles avec les théories contractuelles. Comme leurs analyses le montrent, et comme on pouvait l'anticiper à la lumière de la réinterprétation que l'on peut faire de certains travaux, un certain nombre de points de rencontre sont possibles. Les considérations fondamentales des théories contractuelles, en termes de conflits d'intérêts notamment, peuvent servir à mieux comprendre la performance de la firme considérée comme un ensemble de compétences. Par exemple, le partage de schémas cognitifs communs peut contribuer à réduire les conflits d'intérêts, la notion de spécificité peut s'appliquer aux capacités organisationnelles, la protection du savoir-faire et de l'appropriabilité des rentes peut expliquer les politiques d'acquisition... En revanche, les aspects cognitifs directement liés à la fonction productive, qui ont un caractère tacite et social associé à l'apprentissage organisationnel, ne peuvent être appréhendés avec les seuls arguments des théories contractuelles³⁶.

On peut certes prétendre que la notion d'accès au réseau d'investissements spécifiques introduite par Zingales, qu'il assimile à celle de capital organisationnel, peut être directement transposée en termes d'accès à la base de connaissances. Toutefois, l'analyse de Zingales, qui privilégie les aspects disciplinaires (de contrôle et d'incitation), ne permet pas d'analyser la dimension directement productive de la création du capital organisationnel.

³⁵ Dans le même esprit Teece et al. (1994, p. 11) prétendent que les frontières peuvent être appréhendées « en termes d'apprentissage, de dépendance de sentier, d'opportunités technologiques, d'environnement de sélection, et du profil de la firme en termes de complémentarité des actifs ».

³⁶ Pour des développements complémentaires sur le caractère incomplet des approches transactionnelles et l'intérêt de l'approche par les ressources, v. Madhok (1996).

3. Les conséquences pour la finance

Cette incapacité de l'analyse de Zingales et, plus généralement, des théories contractuelles à appréhender la création même du capital organisationnel a, potentiellement, des conséquences importantes pour la construction d'une théorie de la finance. De façon à apprécier comparativement ce que peuvent apporter les théories cognitives de la firme – et le modèle de création/appropriation de la valeur qui leur est associé –, à une telle construction, les trois dimensions retenues par Zingales : (1) la structure ou plutôt la politique de financement ; (2) la gouvernance et (3) l'évaluation, vont être successivement reconsidérées.

La logique qui préside à ces développements est liée à l'interdépendance des décisions de financement et d'investissement. Cette interdépendance a été introduite par Jensen et Meckling (1976) mais de façon restrictive, sur la base des conflits d'intérêts associés eux-mêmes à des asymétries d'information. Elle conduit à identifier le problème du sous-investissement en liaison avec les pertes résiduelles associées aux conflits d'agence. La démarche cognitive accentue cette interdépendance en montrant comment les modes de financement peuvent avoir également une influence tant sur le processus d'investissement à l'origine de la création de valeur, que sur l'exploitation des opportunités d'investissement.

De plus, contrairement à l'approche traditionnelle, cette influence n'est pas nécessairement négative, ce qui signifie notamment que certains modes de financement peuvent avoir un effet dynamique favorable à l'émergence des opportunités d'investissement ou à leur exploitation en favorisant la constitution de bases de connaissances nouvelles.

3.1. Les conséquences pour l'analyse de la politique de financement

Avant de traiter du point évoqué plus particulièrement par Zingales, la justification du financement par capitaux propres externes, nous souhaiterions insister plus généralement sur la dépendance du mode d'analyse des décisions financières par rapport au modèle théorique mobilisé.

3.1.1. La question de la formulation de la politique de financement : compromis ou hiérarchie

Même si cela peut paraître étrange aux yeux d'un partisan du paradigme financier standard, penser le problème de la politique de financement en termes de structure de financement optimale non seulement n'est pas immédiat, mais en outre n'est pas la seule voie théorique possible. Comme l'a souligné Donaldson (1961, 1969, 1985) à travers ses travaux sur la « mobilité » financière, l'approche pragmatique du financement conduit plutôt à un

schéma hiérarchique conduisant à couvrir prioritairement l'investissement par autofinancement puis à compléter par dette et enfin par augmentation de capital, en tenant compte de certaines contraintes notamment de risque de faillite et de contrôle du capital. Par exemple, selon Donaldson (1985, p. 63), « *Quels qu'en soient les mérites du point de vue social, la gestion financière a pour objectif implicite, sinon explicite, de réduire la dépendance envers l'incertitude associée au marché financier et les interférences avec ce dernier.* »³⁷

Ce dernier schéma³⁸, qui accorde une place centrale à l'autofinancement, peut difficilement s'expliquer par le raisonnement marginaliste traditionnel d'arbitrage entre le coût des fonds propres et le coût de la dette, que ce soit dans la formulation ancienne à la Modigliani et Miller ou dans celle renouvelée de Jensen et Meckling (1976), à partir des coûts d'agence. Certaines justifications peuvent être trouvées à partir des asymétries d'information et de la théorie du signal (Myers et Majluf, 1984), voire de la théorie des coûts de transaction (Williamson, 1988). Dans ces derniers cas, il est d'ailleurs difficile de continuer à penser le problème de la structure de financement comme un optimum ponctuel ou, à plus long terme, en termes de ratio-cible.

Si on apparente le problème de la structure de financement optimale à celui de la taille optimale de la firme, et si on emprunte le raisonnement de Penrose, qui sous-tend les approches ressources ou la perspective évolutionniste de Winter (1991), on aboutit d'ailleurs à nier toute pertinence à cette notion, si elle est établie en termes marginalistes. Dans ces théories, la firme a une croissance liée au développement de ses compétences en matière de production ; elle n'est limitée que par la base de connaissances. Si on subordonne l'étude de la finance à celle de la croissance de la firme, le financement « optimal » est celui qui permet le meilleur développement du répertoire de connaissances. D'une certaine façon, on retrouve la perspective hiérarchique associée à l'asymétrie d'information, qui procède par étapes. Toutefois, la vision restrictive fondée sur l'asymétrie d'information³⁹ se voit remplacer par celle de l'influence des différents modes de financement sur le répertoire de connaissances.

³⁷ Donaldson (1985, p. 63), « Whatever the merits from society's perspective, corporate financial management has as its implicit, if not explicit objective decreased dependence on capital market uncertainty and interference ».

³⁸ Le schéma hiérarchique est notamment confirmé par les études empiriques récentes de Shyam-Sunder et Myers (1999) et Fama et French (1999). Sur le plan théorique, il a également été étendu par Almazan et al. (2002).

³⁹ La recherche récente de Almazan et al. (2002) ne remet pas en cause ce caractère restrictif, puisque l'argumentation utilisée, fondée sur la transparence de l'information et les éventuels coûts associés à cette transparence, reste associé au paradigme de l'asymétrie d'information.

Dans une perspective cognitive, les problèmes de financement seront donc abordés en fonction du lien entre les décisions financières et le schéma création/appropriation de la valeur qui sous-tend ces théories. Ainsi, les questions posées touchent-elles aux aspects de direction-crédation-protection-coordination et résolution des conflits précédemment évoqués. La meilleure politique de financement est celle qui conduit les dirigeants à bien orienter la firme, à découvrir (à construire) et entreprendre les opportunités créatrices de valeur, à les protéger, à bien coordonner les connaissances dans la production, à résoudre au mieux les conflits.

3.1.2. *Le financement par fonds propres externes*

Tentons d'évaluer les conséquences de cette grille de lecture sur le problème évoqué par Zingales : la justification du rôle des fonds propres externes. Après avoir rappelé les limites des justifications existantes, notamment celle de Myers (2000) qui considère ce type de financement comme une sorte de dette de valeur faciale infinie permettant d'intervenir en permanence et de soustraire l'actif à l'autorité des managers, Zingales propose une justification inspirée de la théorie de la firme comme réseau d'investissements spécifiques. Le rôle fondamental de ce mode de financement, au-delà de sa fonction de financement, serait de « constituer un ciment permettant d'éviter que les rentes secrétées par l'organisation ne soient dissipées par la concurrence entre les différentes parties prenantes »⁴⁰. Les fonds propres externes doivent être utilisés pour figer (*lock-in*) les relations avec les partenaires détenteurs des ressources clés, de façon à permettre à la firme de s'approprier une partie de la rente et d'en protéger la viabilité à long terme. La solution consiste alors à associer les partenaires clés au capital qu'ils soient clients, fournisseurs ou salariés. Le rôle de ces fonds serait ainsi de sauvegarder l'entité firme, comme réseau d'investissements spécifiques sources de la création de valeur, et en faisant converger les intérêts des différentes parties prenantes, d'être un « ciment ».

L'argument évoqué, s'il est intéressant et relativement novateur, ne possède aucune dimension cognitive. Il ne fait qu'explicitement un schéma présent, par exemple, dans la théorie de la valeur partenariale proposée par Charreaux et Desbrières (1998) qui suppose que toutes les parties prenantes (au projet productif) sont des créanciers résiduels et qu'un des moyens de les maintenir dans le nord de contrats et de pérenniser le réseau d'investissements spécifiques est qu'ils perçoivent une part équitable (fonction de leur contribution) de la rente, notamment en étant associés au capital. L'idée de ciment mérite cependant d'être prolongée en étant

⁴⁰ Zingales (2000, p. 1647), « as a glue to preserve the rents of an organization from being dissipated by competition among different stakeholders ». Le terme « glue » a été traduit par « ciment » de préférence à colle.

élargie à partir d'arguments cognitifs, associés autant aux processus de construction et d'appropriation de la valeur.

Cette voie conduit à s'écarter de l'analyse de l'actionnariat pratiquée par la théorie financière traditionnelle, où le rôle des actionnaires est vu sous l'angle disciplinaire, le plus souvent pour une firme managériale dont le capital est fortement dispersé. Il faut éviter que les petits actionnaires ne soient spoliés par les dirigeants. Si, conformément à la réalité la plus fréquente, l'actionnariat est soumis au contrôle d'actionnaires dominants, l'attention est déplacée vers la surveillance des dirigeants par ces actionnaires et, également, vers la protection des petits actionnaires contre les éventuels excès dus à cette domination. La prise en compte des aspects cognitifs⁴¹ conduit à une vision élargie du rôle et de la composition de l'actionnariat et des fonds propres externes.

Sur le plan de l'intervention dans la « vision », le rôle de l'actionnariat est plus au moins actif, allant d'une passivité quasiment totale lorsque l'actionnariat est dispersé à la construction même de la vision lorsque la société reste encore fortement empreinte par les choix du fondateur et contrôlée par l'actionnariat familial ou, encore, dominée par la stratégie d'un groupe dont elle n'est qu'une composante. Dans ce type de firme, les dirigeants doivent prendre en compte, sinon se plier aux visions émanant des actionnaires et certains exemples montrent que, malgré des résultats satisfaisants, des dirigeants ont été remplacés en raison de dissensions sur les principaux axes stratégiques. On peut certes prétendre qu'in fine ces divergences de schémas cognitifs correspondent à des divergences d'intérêts, mais la liaison n'est pas immédiate, voire réalisable, si on admet l'hypothèse de rationalité limitée au sens fort. Dans ce dernier cas, l'évaluation même approximative des conséquences pécuniaires des investissements est impossible, ce qui est fréquent pour les investissements les plus innovateurs, mais également pour certains investissements plus traditionnels, par exemple en informatique ou en formation, qui se font fréquemment en l'absence de toute évaluation financière.

De façon non indépendante de la vision, mais en invoquant l'argument de l'innovation, voire de façon plus large de la proposition même de certaines opportunités d'investissement, certaines catégories d'actionnaires, notamment s'ils sont partenaires industriels ou commerciaux, vont concourir à une fonction exploratoire en apportant des savoirs, des compétences non disponibles au sein de la firme. Ils peuvent également guider, en conseillant les dirigeants, vers l'acquisition de nouvelles compétences génératrices de

⁴¹ Pour des développements sur le rôle cognitif des actionnaires, voir Charreaux (2002 a).

synergies, par exemple par la recherche d'alliances ou via des opérations de fusion ou d'acquisition. Cet argument est notamment avancé par Holmström et Roberts (1998, p. 91) selon lesquels les transferts de connaissance sont un déterminant traditionnel des acquisitions et des diversifications horizontales⁴². On sait qu'un des principaux intérêts de l'introduction en bourse est de faciliter les opérations de croissance externe financées par échange de titres. Les fonds propres externes trouvent alors une autre justification dans ce rôle de levier de croissance qui permet d'étendre la base de connaissances, mais qui peut également s'interpréter comme un « ciment ».

Le capital peut également être utilisé pour protéger la base de connaissances. L'association des parties prenantes au capital peut inciter ces dernières à ne pas dissiper la connaissance. On retrouve alors le même argument que celui de Zingales. Sur le plan cognitif, on est également conduit à distinguer les différents types d'augmentation de capital, puisque l'accès à l'actionnariat a des conséquences sur l'accès à la base de connaissances, notamment s'il s'agit d'actionnaires importants. De ce point de vue, on ne peut traiter de la même façon une augmentation de capital souscrite par des petits porteurs ou par des partenaires ayant un objectif industriel et commercial *via* leur entrée au capital ou qui ont une contribution importante au processus de production en raison de leurs compétences. L'argument de la protection peut également inciter la firme, comme le souligne Teece (1982, 1990), à étendre le champ de ses activités par des opérations de croissance externe, lorsque les innovations à la base des compétences sont mal protégées en termes de propriété intellectuelle.

Les aspects coordination, exploitation et résolution des conflits sont moins directement liés au financement par fonds propres externes, même si les alliances, les acquisitions affectent l'exploitation des bases de connaissance actuelles en entraînant fréquemment des conflits cognitifs pouvant nuire à la qualité de la coordination à tous les niveaux de la hiérarchie. Relativement aux fonds propres externes, la dimension résolution des conflits cognitifs concerne principalement l'équipe dirigeante. En ce sens, le rôle des actionnaires dominants est de trancher entre les principaux dirigeants lorsqu'il y a conflit sur les stratégies à suivre. Mais il est aussi d'entretenir un vivier pouvant lui-même être à l'origine de certains conflits, de façon à assurer un renouvellement cognitif, notamment au moment de la succession. On identifie alors, un autre rôle du capital celui de formation du capital

⁴² Holmström et Roberts (1998, p. 91), « We think that knowledge transfers are a very common driver of mergers and acquisitions and of horizontal expansion of firms generally, particularly at times when new technologies are developing or when learning about new markets, technologies or management systems is taking place.... The trend towards globalization of businesses has put a special premium on the acquisition and sharing of knowledge in geographically dispersed firms ».

managérial nécessaire pour assumer la fonction d'orientation. Si cette formation est satisfaisante, les réorientations stratégiques se feront de façon interne par le choix d'un dirigeant issu du vivier. Inversement, le choix d'un dirigeant provenant d'une autre entreprise supposerait qu'aucun dirigeant actuel n'est à même de disposer des compétences managériales nécessaires pour assurer la réorientation souhaitée, l'actionnariat exerçant alors un rôle de recruteur.

On voit à l'évidence que ces rôles des capitaux propres externes, non seulement comme ciment, mais aussi comme arbitre, voire comme recruteur de visions cognitives ou encore comme vecteur de création et de protection des ressources cognitives, enrichissent singulièrement la représentation traditionnelle et peuvent conduire à expliquer de nombreux phénomènes échappant aux grilles traditionnelles ou à en proposer de nouvelles explications, Citons, par exemple, les politiques de croissance externe, d'alliances, de recrutement et d'éviction des dirigeants, d'association de parties prenantes autres que les actionnaires au capital ou encore de composition réelle de l'actionnariat qui obéit également à des considérations industrielles et commerciales...

Cette réinterprétation conduit également à réévaluer le rôle des fonds propres externes (et des actionnaires) dont l'importance ne peut s'expliquer ni par la faible part qu'ils prennent dans le financement des entreprises au sein de la plupart des nations développées, – aux États-Unis, selon Fama et French (1999), la couverture de l'investissement par le capital sur la période 1951-1996 ne dépassait pas les 8%, alors que l'autofinancement représentait près de 70% –, ni par leur rôle présumé de spécialistes du contrôle⁴³.

3.1.3. Le rôle de l'autofinancement

Zingales n'aborde pas le problème de l'autofinancement dans son projet de refondation de la finance. Le statut de l'autofinancement dans la théorie financière est certainement un de ses principaux points faibles. Dans le corpus standard, au mieux il est traité comme contrepartie de la politique des dividendes, l'attention étant principalement portée aux variables fiscales pour justifier ou non la neutralité. Dans l'approche de la

⁴³ L'introduction des considérations cognitives conduit à reconnaître l'hétérogénéité des catégories d'actionnaires et à orienter l'analyse de la propriété, selon le schéma de Hansmann (1996), en tenant compte de la contribution effective des actionnaires qui ne se réduit pas le plus souvent à être un simple investissement financier. Auquel cas, la conclusion de Hansmann selon laquelle, les actionnaires se voient attribuer les droits de propriété formels d'une part, pour protéger leur investissement financier particulièrement sujet au risque d'opportunisme, d'autre part, parce que leur homogénéité conduit à une prise de décision collective peu coûteuse, est à rediscuter. Dans les faits, certains actionnaires – les principaux notamment – ont une contribution autre que financière et, par ailleurs, l'actionnariat est loin d'être homogène.

signalisation et du financement hiérarchique, il apparaît comme mode de financement privilégié dans la mesure où il permet d'échapper à l'asymétrie d'information, en évitant le recours au financement externe⁴⁴. En revanche, dans la théorie du *Free Cash Flow*, l'autofinancement a un rôle négatif : les dirigeants qui disposeraient de possibilités d'autofinancement abondantes seraient incités à les gaspiller. Le plus souvent l'autofinancement est vu de façon suspecte, associé à un enracinement des dirigeants aux conséquences négatives pour les actionnaires. Et tant la distribution de dividendes que le service de la dette sont perçus favorablement pour éviter les possibilités de gaspillage associées à l'autofinancement⁴⁵.

Ce statut est d'autant plus surprenant que, quel que soit le système national, l'autofinancement vient largement en tête des possibilités de financement et qu'il ne semble pas que les économies dans lesquelles les firmes s'autofinancent davantage aient connu une croissance et une création de valeur inférieures. Par ailleurs, si on associe l'autofinancement à la politique de dividendes, ce qui n'est que partiellement fondé, les travaux de Fama et French (2001) révèlent qu'aux États-Unis la proportion de firmes cotées qui distribuent des dividendes en liquide est tombée de 66,5% en 1978 à 20,8% en 2001, ce qui témoigne d'un renforcement du rôle de l'autofinancement.

Le statut de l'autofinancement dans la théorie financière est probablement dû à son mode de représentation, soit comme résidu après distribution du dividende, soit comme fonds de liquidités résultant de l'accumulation des flux internes passés, à disposition du dirigeant pour financer les investissements à un moment donné. Or, cette représentation ne rend pas compte du processus décisionnel qui conduit à l'émergence des fonds propres internes. Contrairement aux fonds propres externes et à la dette financière, l'autofinancement se constitue de façon continue après rémunération des différents partenaires (en supposant une

⁴⁴ Almazan et al. (2002, p. 27), à l'intérieur du paradigme informationnel, considèrent que le choix de la structure de financement est un moyen de révéler, aux différentes parties prenantes, la véritable capacité en termes d'innovation de la firme et non pas le risque qu'elle fasse faillite. Ils complètent l'approche par le financement hiérarchique en prédisant que l'autofinancement (au sens de la mise en réserves des résultats) devrait être plus important lorsque les firmes ont eu récemment des performances médiocres et lorsque leur capacité à innover peut être mise en doute. Cet accroissement de l'autofinancement permet alors d'éviter une augmentation de capital qui signifierait cette mauvaise capacité d'innovation aux différentes parties prenantes. On remarquera cependant que si on retient une vision de l'autofinancement en termes de capitaux disponibles provenant de la capacité de la firme à générer des fonds de façon interne, cette conclusion est vraisemblablement erronée puisqu'une firme qui génère peu de capitaux propres internes aura des difficultés à s'autofinancer.

⁴⁵ Hansmann (1996, p. 38) « Retentions benefit managers by creating a buffer against adversity and by increasing the size of the firm that the managers control. But retentions are costly to the firm's owners if the rate of return on the retention is less than the return available on investments outside the firm or if, regardless of the rate of return the retention bring, the funds retained can never be recovered by the current owners (as happens in some mutuals and cooperatives). »

vision large selon laquelle ils reçoivent également une partie de la rente organisationnelle) et son niveau résulte principalement des arbitrages que font les dirigeants entre la latitude financière (composante de la latitude managériale) dont ils souhaitent disposer et le partage immédiat de la rente, l'arbitrage concernant la politique de dividendes n'étant qu'un aspect particulier n'intervenant qu'après fixation du montant du bénéfice distribuable. C'est pourquoi Charreaux et Desbrières (1998) le considèrent comme du *slack* managérial, une composante de la rente dont l'appropriation est différée et dont le rôle, notamment, est d'apporter de l'autonomie et de la flexibilité, tant dans la gestion courante que dans le financement des investissements.

Les critiques traditionnelles portées à l'autofinancement, qui s'appuient sur le gaspillage des fonds, sont indissociables de la représentation traditionnelle de l'investissement comme choix au sein d'un ensemble d'opportunités données. Par exemple, la théorie du *Free Cash Flow* suppose que les dirigeants ont à leur disposition un ensemble d'opportunités d'investissements dont les caractéristiques en termes de rentabilité et de risque sont connues, ce qui permet d'en calculer la valeur. Les dirigeants choisissent alors sciemment de faire des investissements destructeurs de valeur plutôt que de rendre les fonds aux investisseurs financiers. Si on rejette cette conception de l'investissement au profit de celle adoptée par les théories cognitives, cette théorie n'a plus de fondement. Or, les travaux en théorie des organisations (Desreumaux et Romelaer, 2001) ont montré que le modèle néoclassique de représentation du choix des investissements, qui se résume au processus de sélection au sein d'un menu rendait mal compte de la réalité.

Comme l'ont mis notamment en évidence Bower (1970) et Burgelman (1983a et b), le processus d'investissement fait souvent intervenir un schéma en quatre étapes⁴⁶ dans les grandes entreprises: (1) le processus de définition des projets qui relève souvent des cadres proches du terrain ; (2) le processus d'impulsion qui a un rôle de filtre en relayant, via les cadres intermédiaires, les initiatives nées lors de la phase précédente ; (3) la fixation du contexte structurel par le sommet hiérarchique, c'est-à-dire de l'ensemble des règles qui encadrent les décisions des cadres des niveaux intermédiaires et inférieurs et (4) la détermination du contexte stratégique, processus politique par lequel les cadres intermédiaires cherchent à faire évoluer la vision stratégique. Le rôle des différents niveaux d'encadrement, la complexité et la durée d'un tel processus rendent peu plausible le modèle qui sous-tend la théorie du *Free Cash Flow*. Le coût cognitif et politique associé au processus

⁴⁶ Cette présentation est inspirée de Desreumaux et Romelaer (2001, p. 91-92).

d'investissement et la connaissance limitée des principaux dirigeants font que leur rôle en phase ultime est le plus souvent symbolique. De plus, il est bien connu (voir par exemple De Bodt et Bouquin, 2001) que le recours aux critères financiers ne joue qu'un rôle secondaire, souvent de filtre confirmatoire dans le processus d'investissement, la décision finale se prenant davantage sur des considérations stratégiques. L'hypothèse d'un gaspillage conscient et intentionnel des fonds propres internes par le dirigeant, par exemple à des fins d'enracinement, semble donc peu vraisemblable.

On peut en outre prétendre, de façon relativement paradoxale, que l'autofinancement possède un aspect autodisciplinaire, de contrainte dynamique, ignoré de la théorie financière. L'autofinancement résultant de la rentabilité des investissements passés, un dirigeant cherchant à bénéficier de la latitude décisionnelle maximale a tout intérêt à accroître la rente organisationnelle, ce qui, toutes choses égales par ailleurs, est conforme à l'intérêt des partenaires financiers. Une chute de la rentabilité en conduisant à une réduction de l'autofinancement entraînera, plus ou moins rapidement, le dirigeant à se soumettre à la discipline financière externe, en précisant par ailleurs qu'il est rare que les projets importants soient totalement autofinancés. D'une certaine façon, à chaque opération autofinancée, le dirigeant remet en jeu, au-delà de sa réputation et de sa valeur sur le marché des dirigeants, sa latitude décisionnelle et teste la pertinence de ses modèles cognitifs.

Dans une optique contractuelle élargie, on peut aussi justifier positivement le rôle de l'autofinancement en prétendant que la latitude qu'il procure permet au dirigeant de mieux développer et valoriser son capital humain, en mettant en œuvre un enracinement positif qui bénéficie également aux actionnaires et aux autres parties prenantes. Tout au moins, c'est l'argument⁴⁷ avancé par Castanias et Helfat (1991), Garvey et Swann (1994), ou Charreaux (1996). Cet argument cependant reste muet sur le processus de création de valeur au-delà des motifs liés à la liberté d'action et à la valorisation du capital managérial.

Ce rôle positif de l'autofinancement peut d'ailleurs être considéré comme validé indirectement par le fait que, le plus souvent, pour les seuls motifs informationnels, l'augmentation de capital constitue un signal défavorable⁴⁸. En bonne logique, le degré

⁴⁷ L'argument en faveur de l'influence positive de la latitude du dirigeant sur la performance est également présent chez Hansmann (1996, p. 4-5), l'absence de latitude accroissant pour ce dernier le coût des transactions effectuées avec les non propriétaires. On le retrouve également chez Burkart et al. (1997) pour lesquels un excès de contrôle peut réduire l'incitation du dirigeant à gérer dans l'intérêt des actionnaires.

⁴⁸ L'explication traditionnelle donnée en termes d'asymétrie d'information peut d'ailleurs être élargie en termes cognitifs. Une augmentation de capital, en particulier si elle fait intervenir des actionnaires nouveaux puissants, peut renforcer les risques de conflits cognitifs avec les dirigeants actuels ce qui peut se traduire par une pénalisation du cours.

d'autofinancement d'un projet devrait être interprété, a contrario, comme un signal favorable, et ce d'autant plus qu'il semble présenter de nombreux avantages dans la perspective cognitive.

Indépendamment des considérations contractuelles, les théories cognitives permettent de réévaluer le rôle du financement interne en mettant en évidence sa dimension favorable à la création de valeur et de découvrir une autre face que sa « face sombre ». Si on considère à nouveau la dimension associée à la vision managériale, l'autofinancement permet au dirigeant d'éviter d'avoir à soumettre cette vision à des partenaires financiers externes. Cette absence de confrontation, si elle peut être considérée négativement du point de vue disciplinaire, comporte aussi des avantages. Elle évite de diffuser le modèle cognitif des dirigeants et, éventuellement, de mettre en danger une opportunité de croissance qui n'est pas nécessairement perçue par les concurrents. Elle conduit aussi à éviter des conflits cognitifs pouvant compromettre la cohérence du projet, les financeurs⁴⁹ ne disposant pas nécessairement de la connaissance suffisante des métiers ou étant dans l'impossibilité d'évaluer le risque en raison du caractère innovateur du projet. L'autofinancement peut ainsi constituer le financement privilégié pour entreprendre des projets très innovateurs. Certes on peut prétendre à l'instar de Jensen (1993) que de nombreux projets de R&D autofinancés ont conduit à des gaspillages⁵⁰, mais il n'est pas démontré que l'évaluation des projets innovateurs par le marché aurait été plus fiable et qu'un financement externe aurait conduit à un résultat différent, comme le montrent les exemples récents des nouveaux marchés.

Le financement interne, en tant que *slack* accumulé, peut aussi jouer un rôle positif dans la consolidation (« l'exploitation ») et l'élargissement (« l'exploration ») de la base de connaissances. Premièrement, l'autofinancement, en évitant les financements externes, limite les risques de rupture brutale du réseau d'investissements spécifiques et facilite la poursuite de l'apprentissage organisationnel. La contrepartie, parfois évoquée, peut éventuellement être un certain conservatisme de la base de connaissances. Toutefois, cette dernière conclusion reste à confirmer, car l'autofinancement peut également contribuer à l'exploration, mais vraisemblablement selon une orientation plus proche de la base de connaissance actuelle. Deuxièmement, il peut avoir un rôle incitatif vis-à-vis d'un encadrement à la recherche

⁴⁹ Au-delà des financeurs, les autres acteurs qui interviennent dans un processus d'appel au marché financier, par exemple lors d'une introduction en bourse, sont incités à avoir une vision conservatrice de façon à éviter au mieux les risques pour les investisseurs financiers et pour eux-mêmes en raison de l'implication de leur responsabilité.

⁵⁰ Le raisonnement proposé par Jensen est fait ex post. Pour véritablement corroborer l'hypothèse du gaspillage intentionnel, il faudrait pouvoir démontrer le même résultat ex ante.

d'opportunités en lui permettant de faire apprécier ses compétences en proposant de nouveaux projets d'investissement. Auquel cas, la logique traditionnelle est inversée, puisque non seulement l'autofinancement ne conduirait ni à un gaspillage des fonds, ni au conservatisme, mais au contraire aurait un rôle d'accélérateur, de levier pour la recherche de nouvelles idées. Troisièmement, cet effet de levier peut également être invoqué pour l'investissement en capital humain spécifique à la firme comme le soulignent Lazonick et O'Sullivan (2000, p. 103) dans le cas des firmes innovatrices. Le réinvestissement du *cash flow* sous forme par exemple d'augmentations de salaire (liées ou non à des promotions) peut inciter les salariés à développer leur capital humain spécifique et ainsi accroître, par effet de complémentarité, la rentabilité des investissements en nouvelle technologie. Enfin et quatrièmement, l'autofinancement peut également servir à financer en liquide des opérations de croissance externe afin d'acquérir de nouvelles compétences. Ce dernier argument peut justifier le maintien de montants de liquidités importants pour assurer tant la flexibilité que la confidentialité de ce type d'opération.

Pour conclure, il semble que l'autofinancement, comparativement aux fonds propres externes, corresponde davantage au rôle de « ciment » attribué à ces derniers par Zingales,. Dans une perspective hiérarchique, l'autofinancement semble le mode de financement le mieux à même de développer et de pérenniser le capital organisationnel et de respecter la vision cognitive du dirigeant. S'il possède des vertus exploratoires, ses limites par rapport aux fonds propres externes semblent liées à la possibilité de réorienter ou d'étendre la vision du dirigeant.

3.1.4. *Le rôle de la dette financière*

Quel est le rôle de la dette financière dans ce schéma ? Dans la perspective disciplinaire, Zingales justifie principalement les coûts de faillite liés à l'endettement par le risque de rupture du capital organisationnel que peuvent entraîner les chocs liés au manque de liquidité. Il reprend ainsi l'argument présenté à l'origine par Titman (1984) et Cornell et Shapiro (1987). Ce même argument peut être prolongé en insistant sur la dimension cognitive du capital organisationnel.

L'influence de la dette financière agit de différentes façons sur les dimensions cognitives du processus de création/appropriation de valeur. Premièrement, les démarches visant à la réalisation des emprunts entraînent non seulement la diffusion d'informations mais également celle des schémas cognitifs des dirigeants auprès des banquiers. Cette diffusion conduit également à une confrontation de ces schémas qui peut être dissuasive, en particulier

pour la réalisation d'investissements fortement innovateurs et immatériels. Un banquier, quels que soient le niveau et la qualité de l'information qui lui est fournie, peut très bien ne pas être convaincu par le modèle cognitif qui sous-tend le business plan, notamment en raison de son caractère innovateur qui échappera au champ de son expérience. Deuxièmement, la dette entraîne un service qui va absorber une partie de la capacité d'autofinancement, diminuant d'autant, et indirectement, les effets cognitifs favorables de l'autofinancement. Enfin, et troisièmement, comme souligné par Zingales, la menace potentielle d'interruption de l'activité ou de restructuration associée à l'endettement contribue à freiner la création de capital organisationnel, les créances implicites, notamment celles correspondant au capital humain spécifique à la firme, détenues par les salariés, risquant de ne pas être honorées. Ce dernier argument est toutefois de nature disciplinaire ; il n'influe sur la dimension productive que de façon indirecte, par ses dimensions incitatives.

Il est toutefois possible de dépasser cette vision négative de la dette. Tout d'abord, le plus souvent, le gain que s'approprie la banque dans sa relation avec l'entreprise est relativement peu lié à l'opération de prêt, dont les conditions sont proches de celles du marché ; il relève davantage des prestations de services offertes à l'entreprise lesquelles impliquent une meilleure connaissance de la firme, sinon une adhésion au modèle cognitif des dirigeants. En ce sens, la banque s'approprie une partie de la rente organisationnelle, si elle a su développer des compétences spécifiques à la firme en raison notamment de la relation d'affaires qui est continue et qui, de plus, permet simultanément d'assurer une fonction de contrôle. La banque en particulier peut proposer des idées de partenariat, d'acquisition ou de cession d'activité de par son rôle d'intermédiaire. Par ailleurs, dans une configuration de banque-industrie où le banquier accepte simultanément d'être actionnaire, c'est-à-dire de partager la vision des dirigeants et de l'accompagner, la banque contribue également à la construction et au maintien du réseau d'actifs spécifiques⁵¹. Dans ces deux cas, la banque en devenant un partenaire participe également au développement des bases de connaissances de la firme, ce qui réduit le handicap de la dette en matière cognitive. Ces derniers développements conduisent d'ailleurs à penser qu'il est nécessaire de dépasser la représentation traditionnelle de la relation de prêt pour comprendre la relation banque-entreprise et ce qu'elle peut apporter au processus de création/appropriation de la valeur.

⁵¹ Cet argument est de même nature que celui évoqué par Dosi (1990, p. 311) pour décrire les avantages des systèmes financiers privilégiant le financement bancaire : « Indeed, rather formal bank-industry relationships have historically appeared to be the general case in industrialising countries, which often require long-term commitments of resources to the accumulation of technological competences... ».

Si on tente de repositionner la dette dans une perspective hiérarchique, par rapport aux fonds propres internes et externes, mais en relation avec ses effets sur la firme comme répertoire de connaissance, il est vraisemblable, soit qu'elle a une influence nette négative, soit qu'elle a un effet moins favorable que les autres modes de financement, notamment si les actionnaires entrant à l'occasion d'un financement externe, le font pour des raisons industrielles ou commerciales. En régime de croisière et si l'autofinancement est insuffisant, elle peut toutefois permettre de poursuivre le développement du capital organisationnel sans entraîner de modifications substantielles de la base de connaissance. Si l'entreprise est confrontée à une crise forte, la dette cependant peut avoir un effet de rupture important sur le capital organisationnel. Dans ce dernier cas, s'il s'agit d'une dette bancaire, le banquier jouera le plus souvent un rôle dans le processus de réorganisation visant à faire évoluer les visions et les modèles cognitifs des dirigeants.

La hiérarchie est donc vraisemblablement subordonnée à l'évolution du répertoire de connaissance jugée souhaitable. En régime de croisière et de développement, la hiérarchie autofinancement, dette financière, augmentation de capital identifiée par Myers et Majluf (1984) peut éventuellement se justifier, mais s'il faut réorienter la vision et trouver de nouvelles compétences, la dette financière sera souvent dominée par le financement propre externe. En période de crise, la dette et les fonds propres externes vont intervenir pour faciliter la réorientation du répertoire de connaissance, le processus de réorientation associé à la dette étant vraisemblablement plus brutal, puisque que passant le plus souvent par la voie contentieuse. Au total, la dette devrait plutôt un effet négatif sur la performance – ce qui infirmerait la théorie du *Free Cash Flow* – et le niveau de capital organisationnel devrait être corrélé positivement au niveau des fonds propres (notamment internes). Même si ces prédictions n'ont pas fait l'objet de tests spécifiques, en relation avec les aspects cognitifs évoqués, les résultats trouvés par Moussu (2000) dans une perspective proche de celle de Zingales, qui tente d'associer capital organisationnel et structure financière, confirment ces deux hypothèses.

3.2. Les conséquences pour la gouvernance

En matière de gouvernance, Zingales reprend les arguments qu'il a présentés par ailleurs sur la gouvernance de la nouvelle firme (Rajan et Zingales, 2000a). Les évolutions des formes organisationnelles, selon lui, conduiraient à écarter la vision actionnariale de la gouvernance, axée sur la seule préservation du capital financier au profit de la vision partenariale de la gouvernance.

Son argumentation est la suivante :

(1) La diffusion du pouvoir et des rentes sur l'ensemble de l'organisation et des parties prenantes implique que la préoccupation de la gouvernance doit être désormais de prévenir les conflits entre les parties prenantes de façon à éviter de paralyser ou de détruire la firme (p. 1647-1648).

(2) Le pouvoir de plus en plus important détenu par le capital humain implique que le problème fondamental auquel est confrontée la gouvernance est l'allocation des droits de décision formels (*de jure control rights*) lorsqu'il y a une multiplicité de droits décisionnels réels (*de facto control rights*) (p. 1648). Selon Rajan et Zingales (2000b), les droits formels devraient être attribués en conséquence à la partie qui a le pouvoir réel de minimiser le montant des ressources gaspillées en cas de conflit.

(3) La fragmentation du pouvoir entre parties prenantes entraîne des risques pour la préservation du capital organisationnel. Même si ces risques sont limités en raison du caractère jugé de plus en plus redéployable⁵² de ce capital, la gouvernance doit le protéger contre les risques associés aux intérêts divergents des différentes parties prenantes. Un des principaux risques est notamment de ne pas exploiter les opportunités de croissance (p. 1648).

Finalement, Zingales (p. 1649) redéfinit le rôle principal du système de gouvernance⁵³ comme celui d'aligner la capacité à saisir les opportunités de croissance et l'appropriation des gains qui en sont issus. Autrement dit, il faut « discipliner » (contrôler et inciter) les parties prenantes de façon à ce que le potentiel de création de valeur soit réalisé au mieux.

Cette vision qui peut apparaître originale, comparativement à l'approche financière traditionnelle telle que synthétisée par Shleifer et Vishny (1997), et dont Zingales justifie l'introduction en raison de l'émergence d'un nouveau modèle de firme s'inscrit dans le courant partenarial de la gouvernance. Ce dernier à partir de l'idée, réaliste, selon laquelle les actionnaires ne sont pas les seuls créanciers résiduels a conduit à élargir l'analyse de la gouvernance au-delà de la préservation de l'intérêt des seuls actionnaires, en introduisant d'autres parties prenantes, le dirigeant tout d'abord (Castanias et Helfat, 1991), les salariés (Blair, 1995) et l'ensemble des parties prenantes (Charreaux 1995 et Charreaux et Desbrières, 1998). L'idée également d'aligner la création de valeur sur les possibilités d'appropriation est

⁵² Cette hypothèse de redéployabilité posée par Zingales demanderait d'ailleurs à être étayée. Il n'est pas sûr que le capital organisationnel, stricto sensu, soit davantage redéployable. Sa remarque s'applique davantage aux savoir faire détenus à titre individuel par certaines personnes.

⁵³ Pour un développement de la notion de gouvernance par le même auteur, lire Zingales (1998).

également ancienne. On la trouve exprimée dans la théorie du salaire d'efficiences et, au sein des théories de la gouvernance, elle est présente notamment chez Castanias et Helfat (1991) et Garvey et Swan (1994) pour les dirigeants puis, sous une forme plus générale, chez Charreaux et Desbrières (1998).

La démarche de Zingales ne fait donc que s'inscrire dans l'approche partenariale de la gouvernance. Et sur ce point également, elle reste limitée en n'explorant pas la dimension cognitive du processus de création et d'appropriation de la valeur qui peut permettre de donner une orientation différente à la théorie de la gouvernance⁵⁴.

Une première tentative en ce sens peut être attribuée à Aoki (1998, 2000) qui cherche à intégrer les aspects internes, associés aux caractéristiques de la firme en tant que « *processeur d'information*⁵⁵ ». Tout en respectant une logique partenariale, – pour Aoki (2000, p. 11), la gouvernance est la structure des droits et des responsabilités entre les parties prenantes à la firme –, le rôle de la gouvernance est redéfini pour devenir un système de contrôle des schémas possibles permettant d'organiser les fonctions d'allocation de l'information entre les différents participants à l'organisation. La perspective ainsi retenue privilégie la production puisque ces fonctions sont censées déterminer l'efficacité du processus productif. Aoki met notamment en évidence, selon une démarche contingente – en fonction du mode organisationnel de coordination –, que le marché des prises de contrôle, jugé central dans le système de gouvernance anglo-saxon n'est adapté qu'à un type particulier de coordination : le processus d'allocation de l'information associé à l'organisation hiérarchique supposé prévaloir dans le modèle anglo-saxon. Le modèle d'Aoki même s'il constitue une tentative très ambitieuse pour appréhender les effets de la gouvernance sur les aspects productifs dans le schéma création/appropriation de la valeur ne peut cependant être rattaché aux approches cognitives, la dimension création de connaissance par l'apprentissage organisationnel n'étant pas véritablement considérée.

Ces directions prises par Aoki ou Zingales impliquent une conception large de la gouvernance dépassant largement la discipline des principaux dirigeants pour concerner l'ensemble de l'architecture organisationnelle, c'est-à-dire les processus décisionnels et de contrôle (mesures de performance et système incitatifs). L'avantage de cette conception large,

⁵⁴ On trouvera d'autres développements sur l'élargissement de la théorie de la gouvernance aux dimensions cognitives dans Charreaux (2002a, 2002b).

⁵⁵ La notion de processeur d'information chez Aoki fait intervenir des schémas cognitifs d'interprétation. Il reconnaît (2000, p. 42) que l'interprétation des données peut différer selon la spécialité des firmes.

également partagée par Blair⁵⁶ (1995), est d'éviter de procéder à un découpage artificiel, séparant les principaux dirigeants des autres acteurs, pour analyser le processus de création/appropriation de la valeur. Son inconvénient est que, d'une certaine façon, elle conduit à ne plus pouvoir distinguer le thème de la gouvernance de celui de la théorie de la firme. Nous nous limiterons donc, pour illustrer nos propos sur l'élargissement de la perspective que procure la prise en compte des dimensions cognitives, à une définition de la gouvernance centrée sur les principaux dirigeants, à savoir celle selon laquelle, la gouvernance a pour objet de gouverner les décisions des dirigeants et de délimiter leur latitude décisionnelle⁵⁷. Précisons que cette approche restrictive, conforme aux préoccupations initiales de Berle et Means (1932), n'est pas nécessairement liée aux dimensions cognitives ; elle a uniquement pour objet de restreindre le champ de la discussion. On peut d'ailleurs trouver une approche plus large de la gouvernance inspirée par les théories cognitives chez O'Sullivan (2000)⁵⁸.

En centrant la discussion sur la gouvernance des dirigeants qui a fait l'objet de la plupart des développements dans l'approche actionnariale, il est plus aisé de voir quel peut être l'apport des approches cognitives. Pour l'illustrer, reprenons l'exemple traditionnel du conseil d'administration. L'approche de Zingales aboutit a priori à peu de prédictions nouvelles, comparativement à l'approche partenariale, pour un mécanisme comme le conseil d'administration. Pour Blair et Stout (1999), la théorie de la firme de Rajan et Zingales conduit à attribuer au conseil un rôle d'arbitre indépendant entre les intérêts du capital financier et ceux du capital humain. Ce rôle de médiateur peut à l'évidence être élargi à d'autres parties prenantes. Au-delà des décisions sur le partage de la rente organisationnelle, la dimension productive est évoquée de façon superficielle : le conseil doit encourager le travail en équipe de façon à accroître le capital organisationnel.

Si, en revanche, on adopte la perspective cognitive (Charreaux, 2000b), le rôle des administrateurs revêt d'autres dimensions, notamment celle d'aider le dirigeant à construire sa vision – en la confrontant aux modèles mentaux des administrateurs –, ou à détecter, sinon à construire des opportunités de croissance. Le conseil d'administration peut ainsi faciliter la tâche du management dans ce qui, pour Prahalad (1994), constitue la dimension déterminante

⁵⁶ Selon Blair (1995, p. 273) « Governance systems, broadly defined, set the ground rules that determine who has what control rights under what circumstances, who receives what shares of the wealth created, and who bears what associated risks ».

⁵⁷ Pour une définition similaire voir Charreaux (1997b, p. 421).

⁵⁸ Selon O'Sullivan (2000), « A system of corporate governance shapes who makes investment decisions in corporations, what types of investment they make, and how returns from investment are distributed ». On remarquera que cette définition accorde une place centrale à l'investissement.

de la performance, c'est-à-dire la capacité à imaginer, percevoir, de nouvelles opportunités de développement. Dans les perspectives de construction des compétences nécessaires à l'innovation, le conseil peut également être interprété comme un organe permettant d'encourager les stratégies de développement de l'apprentissage organisationnel. Ainsi Lazonick et O'Sullivan (1998) préconisent que le conseil inclue des représentants de toutes les entités (organisations de salariés, entreprises, institutions financières et de formation, collectivités publiques) pouvant démontrer qu'elles ont un intérêt direct à ce que la firme investisse pour développer l'apprentissage organisationnel. Bien entendu, on peut contester ces dernières recommandations sur la base du coût des conflits cognitifs ou du risque de dispersion des idées stratégiques qu'elles peuvent entraîner, mais l'idée sous-jacente de contribution cognitive ne peut être ignorée.

Au-delà de sa contribution cognitive directement productive, le conseil peut également être vu comme un organe permettant d'harmoniser les schémas cognitifs. Sous l'hypothèse de rationalité limitée, on peut prétendre que certains conflits d'intérêts apparents ne résultent que de divergences d'interprétation liées aux modèles cognitifs que les débats au sein du conseil peuvent permettre sinon d'éliminer, au moins d'atténuer par une explicitation des points de vue.

De telles considérations (Charreaux, 2000b) conduisent à une vision du conseil d'administration relativement différente de celles qui prévalent dans les visions disciplinaires, actionnariales ou partenariales, de la gouvernance. Elles aboutissent notamment à des prédictions autres que celles issues de la perspective contractuelle traditionnelle. Ainsi, une question comme celle de la composition du conseil reçoit une réponse originale. Si, dans la perspective financière, la performance dépend du contrôle du dirigeant par le conseil qui, en conséquence, devrait être composé très majoritairement d'administrateurs indépendants, dans la perspective stratégique cognitive, le conseil doit être composé en priorité des administrateurs pouvant le mieux contribuer à la création de compétences, aider le dirigeant à concevoir une vision facilitant l'apprentissage organisationnel ou, encore, faciliter la réduction des conflits cognitifs. Les qualités demandées aux administrateurs ne se conçoivent plus alors en termes d'indépendance et d'expertise en matière de contrôle, selon la distinction interne/externe, mais en fonction des contributions cognitives à même de s'intégrer dans un projet collectif. À ce titre, le critère de diversité du conseil prend le pas sur celui de l'indépendance. Goodstein et al. (1994) montrent ainsi que si la diversité des administrateurs a un effet significatif sur les changements de stratégie dans les environnements turbulents ; inversement, la proportion d'administrateurs externes n'a pas d'effet significatif sur

l'importance de ces changements. Ces considérations permettent par ailleurs d'expliquer l'absence de lien significatif constatée dans la plupart des études empiriques entre la composition du conseil, selon la traditionnelle opposition administrateurs externes/internes, et la performance (Bhagat et Black, 1999 et 2000). Elles peuvent permettre également d'expliquer l'existence et la composition de certains réseaux d'administrateurs dans un objectif d'acquisitions de ressources ou d'expertise.

L'intégration des perspectives cognitives conduit également à une perception différente d'autres mécanismes de gouvernance. Par exemple, l'existence d'équipes de dirigeants justifiée par la surveillance mutuelle pour Fama (1980) trouve à s'expliquer par l'élargissement cognitif qu'elle procure. Plus généralement, la vision même du comportement des dirigeants à travers la théorie de l'enracinement (Shleifer et Vishny, 1989) s'en trouve modifiée. Selon l'hypothèse de Castanias et Helfat (1991), l'enracinement des dirigeants n'a pas nécessairement des conséquences négatives sur la richesse des actionnaires⁵⁹ ; il constitue souvent le préalable nécessaire pour que le dirigeant soit incité à construire un capital humain spécifique à la firme, à l'origine des rentes managériales. En élargissant ce raisonnement, on peut supposer que l'enracinement favorise la construction d'une vision partagée entre les dirigeants et le reste des parties prenantes, notamment les salariés, permettant de faciliter tant l'émergence de nouveaux projets que la résolution de conflits. Le remplacement du dirigeant au bout d'un certain temps ne s'expliquerait pas nécessairement par une sous-performance due à l'enracinement, mais plutôt par la nécessité de renouveler les perspectives cognitives et d'apporter de nouvelles compétences.

Ce renouvellement de la vision de l'enracinement conduit également à justifier les investissements « idiosyncratiques » (associés à la personne même du dirigeant) faits par la firme pour d'autres préoccupations que le souci du dirigeant de conforter sa position en rendant son éviction plus coûteuse pour les actionnaires, selon l'argument de Shleifer et Vishny (1989). La perspective cognitive, qui insiste sur la vision du dirigeant et la détection des opportunités de croissance à l'origine des rentes, implique que plus ces dernières sont associées à la personne même du dirigeant moins elles sont facilement imitables. Ce même type d'argumentation peut s'appliquer à la constitution du capital organisationnel. D'une certaine façon, la construction d'une compétence spécifique, si elle est à l'origine de la rente, entraîne également *de facto*, indépendamment de toute considération opportuniste, un enracinement. Le capital organisationnel étant relativement inerte, un changement

⁵⁹ On trouvera également une analyse critique de la vision conflictuelle entre dirigeants et actionnaires et donc de l'enracinement négatif dans Allen et Gale (2000, p. 62-63).

d'environnement lié par exemple à une innovation technologique peut entraîner la péremption de ce capital, qu'il soit managérial ou organisationnel. Le remplacement de ce capital peut alors se révéler très coûteux et nécessiter des mesures brutales (remplacement des dirigeants avec ou sans prise de contrôle, *downsizing*) sans que l'inefficience constatée ne résulte au départ d'une quelconque préoccupation opportuniste.

En dehors de la réinterprétation du rôle de certains mécanismes comme le conseil d'administration ou de la notion même d'enracinement des dirigeants, les considérations cognitives impliquent une reformulation même de la notion de gouvernance dépassant la seule dimension disciplinaire. L'analyse traditionnelle de la gouvernance conduit à analyser les différents systèmes de gouvernance relativement à leur capacité à prévenir ou à résoudre les conflits d'intérêts (Charreaux, 1997) entre le dirigeant et les différentes parties prenantes, notamment les actionnaires. L'analyse cognitive conduit, au-delà de la généralisation des deux dimensions précédentes afin d'intégrer la notion de conflits cognitifs, à introduire deux autres dimensions : les dimensions « habilitante » et « contraignante » au sens cognitif. Un système de gouvernance en influençant les choix du dirigeant possède ces deux dimensions. D'une part, il aide le dirigeant dans la construction de sa vision ou dans la détection des opportunités de croissance. D'autre part, il le contraint également. Ces dimensions sont particulièrement apparentes quand on compare l'influence des systèmes nationaux de gouvernance sur les stratégies financières choisies par les dirigeants comme l'a mis en évidence Wirtz (1999, 2001, 2002) dans sa comparaison des politiques de financement entre les firmes françaises et allemandes⁶⁰. Sans tomber dans un déterminisme naïf, il semble difficile d'expliquer les choix financiers sans tenir compte des contraintes que constituent les cadres institutionnels nationaux et les schémas mentaux dominants, forgés par l'histoire, qui ont une influence sensible tant sur la détection et la construction des opportunités d'investissement que sur les choix mêmes de financement. Il faut préciser qu'en empruntant une telle voie, qui fait intervenir la *path dependency*, il est vraisemblablement possible de proposer une réponse aux interrogations de Carlin et Mayer (2000) sur le lien qui semble unir les différents systèmes financiers et de gouvernance aux types d'activités économiques. Cette réponse, toutefois, ne passe pas principalement par des arguments disciplinaires, mais par des arguments cognitifs⁶¹.

⁶⁰ L'analyse de Wirtz (2000) s'appuie sur la notion de schéma mental au sens de Denzau et North (1994).

⁶¹ En ce sens, l'article de Dosi (1990), qui propose une analyse théorique des liens entre systèmes financiers et innovation, en insistant sur la dimension apprentissage, peut être considéré comme pionnier.

3.3. Les conséquences pour l'évaluation

Le troisième et dernier point évoqué par Zingales porte sur un thème particulièrement important pour les financiers, à savoir l'évaluation, dans la mesure où, parfois, le domaine de la finance se confond avec celui de l'évaluation.

Ses réflexions, qui visent à renouveler la théorie de l'évaluation, sont au nombre de deux :

(1) Il est particulièrement urgent d'identifier les facteurs qui déterminent la capacité des firmes à saisir les nouvelles opportunités de croissance, sachant que la théorie avancée met en avant la notion de complémentarité entre les actifs en place (physiques ou humains) et les dites opportunités. Bien entendu, ce lien pose la question de la mesure de cette complémentarité.

(2) Il est nécessaire de savoir comment la rente secrétée par la firme se répartit entre les différentes parties prenantes.

Le schéma ainsi invoqué reprend la distinction classique entre création et appropriation de valeur, avec cependant comme hypothèse implicite l'abandon de la séparabilité au vu du cadre théorique mobilisé, puisque comme le prétend Zingales, l'efficacité sera d'autant plus importante qu'il y aura un alignement satisfaisant entre la capacité à saisir les opportunités de croissance et la répartition des gains qu'elles apportent. En raison de cette non-séparabilité, il est d'ailleurs difficile d'étudier de façon séparée la création et le partage de la rente.

Comment les considérations cognitives peuvent-elles être intégrées dans ce schéma ? D'une certaine manière, la formulation même de la première réflexion montre les limites de l'approche suggérée par Zingales et l'intérêt des approches cognitives. La notion de saisie ou de « capture » des opportunités semble indiquer à nouveau, au moins implicitement, que ces opportunités sont supposées exogènes. Ce caractère exogène est relativement contradictoire avec la démarche suggérée par Zingales dont la conception de la firme comme réseau d'investissements spécifiques s'apparente à celle de la firme comme panier de ressources ou de compétences. Or, dans les approches ressources-compétences ou évolutionnistes, l'ensemble des opportunités est endogène et dépend notamment de la vision des dirigeants et des compétences construites par la firme ; on ne saisit pas les opportunités, on les invente. Sans entrer dans le détail, on rejoint ici le vaste domaine de recherche visant à expliquer les choix stratégiques. On peut donc considérer que Zingales invite d'une certaine façon à comprendre comment se font les choix stratégiques et comment on peut lier l'évaluation à ces

choix. La notion même de degré de complémentarité qu'il invoque fait directement référence aux explications qui sont proposées de l'évolution du portefeuille d'activités et, par exemple, à la notion de cohérence introduite par Teece et al. (1994, p.2), selon laquelle les firmes sont cohérentes dans la mesure où leurs métiers sont reliés entre eux⁶². La réponse, vraisemblablement, ne peut que passer par l'établissement de ponts plus importants entre les recherches financières et stratégiques.

La dimension appropriation de la rente telle que l'introduit Zingales suppose un schéma de valeur partenariale puisque la conception adoptée rejette l'hypothèse des actionnaires comme seuls créanciers résiduels et qu'il est explicitement dit que les autres partenaires, salariés mais aussi clients et fournisseurs, peuvent s'approprier une partie de la rente. La question de l'évaluation dans un cadre simultanément partenarial et d'interaction entre production et répartition conduit à s'orienter vers un schéma de décomposition de la valeur qui pourrait peut-être s'inspirer des travaux de Myers (1974) et de son concept de valeur ajustée, mais dans un cadre plus général. En particulier, l'introduction des dimensions cognitives de la création de valeur suppose qu'on puisse identifier la part de la valeur liée aux capacités imaginatives et productives et le lien entre cette part et la répartition de la rente organisationnelle.

Il est évident que la construction d'une telle théorie de l'évaluation implique d'aller bien en amont des démarches traditionnelles pour tenter de comprendre comment se forment les *cash flows*, difficulté ignorée par le cadre standard qui suppose toujours qu'au moins les distributions de probabilités des *cash flows* sont connues. De telles tentatives, qui nécessitent la fondation d'une véritable théorie de l'investissement, sont cependant nécessaires si on souhaite répondre à la demande sociale et les erreurs qui ont été commises dans l'évaluation des nouveaux types de firme ne font que confirmer l'acuité du problème.

Conclusion

En conclusion, si la piste proposée par Zingales pour fonder une nouvelle théorie de la finance d'entreprise est certainement prometteuse, elle semble rester trop conservatrice pour deux raisons principales. Premièrement, elle réduit la finance à la seule dimension du financement. Deuxièmement, restant fidèle à une conception disciplinaire de la firme, même si elle est fondée sur la protection du capital organisationnel, elle ignore la dimension

⁶² Teece et al. (1994, p. 2), « Firms are coherent to the extent that their constituent businesses are related to one another ». Autrement dit, les activités les plus similaires ont une plus grande probabilité d'être associées au sein d'une même firme.

productive de la création de valeur. En raison de ces deux limites, il semble plus fructueux de s'orienter, pour trouver de nouvelles fondations, vers les théories cognitives de la firme qui privilégient la dimension productive. Comme le suggèrent les analyses précédentes, ces théories, non seulement aboutissent à accorder une place centrale à l'investissement dans la théorie financière, mais également à renouveler les interprétations des modes de financement, en accordant, en particulier, un rôle prééminent à l'autofinancement. Cette orientation cognitive conduit également à une vision différente de la gouvernance, qui s'écarte également du schéma disciplinaire pour considérer l'ensemble du schéma de création et d'appropriation de la valeur.

Pour terminer, il semble important d'insister sur trois points : (1) les gains qui peuvent être attendus de l'ouverture d'un nouveau paradigme en finance d'entreprise ; (2) les coûts, en particulier méthodologiques, associés à ce changement et (3) le positionnement de la finance par rapport aux autres sciences de gestion.

Les gains

Le renforcement des liens entre finance et théorie des organisations, déjà entrepris avec Jensen et Meckling, peut s'accomplir selon la démarche relativement classique de Zingales, dans la mesure où elle reste proche de la théorie des droits de propriété à la Hart et Moore sur laquelle s'appuient de nombreux développements en finance ou selon, une orientation plus radicale, telle que celle préconisée dans cet article en direction des théories cognitivistes. Il n'a d'intérêt cependant que s'il offre de nouvelles réponses, et des réponses plus convaincantes que celles apportées par les développements actuels de la théorie de la finance d'entreprise. Il est difficile de nier que cette dernière a un pouvoir explicatif assez limité comme le montre l'étude récente de Graham et Harvey (2001). Or, il est vraisemblable que les liens qu'il est possible d'établir entre la finance et les différentes théories des organisations, constituent autant de pistes potentiellement fructueuses pour réinterpréter les décisions d'investissement et de financement, la gouvernance d'entreprise et l'évaluation. En particulier, l'attention à porter à l'investissement et à l'autofinancement, dimensions négligées par la recherche financière depuis plus de 30 ans, alors qu'il est difficile de nier leur importance dans la pratique financière, semble à souligner. A cet égard, la définition donnée de la finance par Zingales, qui néglige l'investissement, semble dommageable.

Certes, plusieurs courants de théories des organisations peuvent être candidats pour apporter de nouvelles fondations. Si la démarche de Zingales constitue un pas majeur dans l'intégration du capital organisationnel, ce pas semble insuffisant pour progresser

significativement dans la compréhension des liens entre finance et création de valeur. Il y a deux façons d'écarter la séparabilité entre investissement et financement. La façon la moins dérangeante pour la théorie financière traditionnelle, à savoir reconnaître que la répartition peut modifier la politique d'investissement mais en supposant que l'ensemble des opportunités d'investissement reste exogène, les conflits n'intervenant que sur le choix au sein du menu ou sur le niveau des investissements. Et puis, l'autre façon, plus radicale, associée à la perspective cognitive qui consiste à endogénéiser le processus d'investissement et à étudier les liens entre décisions de financement et d'investissement. Inutile de préciser qu'un tel changement de perspective qui consiste à prétendre que le problème majeur associé à la création de valeur est cognitif, et non pas disciplinaire, même si cette dernière dimension n'est pas négligeable, a des conséquences importantes pour ouvrir de nouvelles pistes de recherche.

Les coûts

Les coûts entraînés par l'ouverture d'un nouveau paradigme sont nombreux. On peut s'interroger notamment sur la compatibilité des grilles de lecture traditionnelles avec un paradigme qui serait fondé sur les théories cognitives. Si de telles réflexions n'ont pas encore été entreprises en finance, elles l'ont été au sein même des théories des organisations pour montrer qu'il pouvait y avoir des points de rencontre entre les théories contractuelles et les théories cognitives (Williamson, 1999 ; Foss et Foss, 2000 ; Dosi et Marengo, 2000), source d'enrichissements mutuels. Inversement, on peut, sur des bases méthodologiques (nature de la rationalité, rejet du principe d'efficience ou substitution de l'efficience dynamique à l'efficience statique, rejet de la notion d'équilibre, adoption de la dépendance de sentier...) contester la possibilité de parvenir à une approche organisationnelle synthétique qui pourrait réunir les arguments développés dans les deux courants. D'une certaine manière, le développement de nouveaux axes de recherche en finance sera tributaire des avancées des théories des organisations retenues comme fondations.

La nature du travail de recherche en finance peut également sensiblement évoluer. Comme l'avait déjà souligné Jensen (1983), dans son article méthodologique sur la théorie positive de l'agence, de nombreuses prédictions de cette dernière sont qualitatives et tiennent à la nature des relations contractuelles ; par conséquent, la nature de la preuve est le plus souvent qualitative et institutionnelle. Elle diffère de l'inférence statistique et s'apparente, selon une analogie déjà utilisée par Popper, au type de preuve qu'on rencontre dans un procès judiciaire. Ce type de démarche conduit Jensen à plaider pour l'utilisation des études de cas en finance, mode d'investigation dont il a encouragé le développement et dont on trouve des

illustrations fréquentes dans le *Journal of Financial Economics*. Le statut méthodologique des études de cas reste souvent mystérieux aux yeux des chercheurs en finance, alors qu'il s'agit d'un outil familier dans d'autres domaines, en particulier en sociologie et dans d'autres domaines des sciences de gestion. Les erreurs les plus fréquentes sont de considérer que les études de cas peuvent être interprétées en termes de généralisation statistique alors qu'elles ne peuvent être utilisées à cette fin ou, inversement, de penser qu'elles ne peuvent servir qu'à des fins exploratoires, pour construire et non tester des modèles. Or, les études de cas peuvent très bien servir de support à une démarche hypothético-déductive infirmationniste traditionnelle et le concept qu'il convient de leur appliquer n'est pas celui de généralisation statistique, mais de généralisation analytique. Ce qui revient à dire que la grille d'analyse – le « modèle » – est d'autant plus robuste qu'elle a été confrontée à de multiples situations qu'elle aura permis d'expliquer.

Certes, la démarche de Jensen n'inclut pas jusqu'à présent d'éléments cognitifs – même si certaines des options récentes qu'il défend tant dans le *Pain Avoidance Model* que dans sa formulation de l'objectif de recherche⁶³ de valeur (Jensen, 2000b), par opposition à celui de maximisation, le rapprochent des types de rationalité sous-tendant les théories cognitives –, mais ses choix méthodologiques peuvent être prolongés pour être utilisés dans une finance intégrant de tels aspects (voir Wirtz 2000, 2001). Une telle démarche rejoint alors certains travaux qui ont été entrepris dans les branches néoinstitutionnelles de l'économie, dans certains courants de la sociologie et dans d'autres domaines de la gestion, notamment dans le domaine de la stratégie. Ces travaux font appel à d'autres méthodes de preuve comme les analyses de représentations et de discours... (Thiéart, 1999)

Ces développements conduisent à conclure que l'ouverture d'un paradigme concurrent entraîne nécessairement des coûts associés à l'approfondissement des grilles théoriques sous-jacentes et à l'apprentissage de nouvelles méthodes d'investigation, différentes de la modélisation économique habituelle et des traditionnels tests statistiques.

Le positionnement de la finance d'entreprise

Ce rapprochement avec les méthodes utilisées dans d'autres champs des sciences de gestion, et plus généralement des sciences humaines et sociales, conduit à aborder le positionnement même de la finance d'entreprise. Comme Brennan (1995) l'avait souligné, la finance a évolué principalement sous l'influence de la théorie économique néo-classique,

⁶³ Selon Winter (1991, p. 188), il faudrait interpréter également Coase en ce sens. «... for him, 'profit maximization' means something little different from what I would call 'profit seeking'. »

s'écartant ainsi de ses origines gestionnaires. L'introduction de la théorie des organisations, surtout si on considère les aspects cognitifs, la conduit d'une certaine façon à faire un chemin inverse, vers les autres champs des sciences de gestion qui ont été davantage influencés par l'économie néoinstitutionnelle et l'économie évolutionniste ou la sociologie. En ce sens, l'ouverture de la finance aux courants cognitifs peut la conduire à entretenir un dialogue plus approfondi avec les autres champs étudiant le comportement des organisations, dont le comportement financier n'est qu'une dimension particulière.

L'ouverture d'un tel paradigme sera vraisemblablement perçue par certains comme une régression. D'une certaine manière, son émergence peut cependant être considérée comme la poursuite naturelle de la démarche entreprise, il y a un quart de siècle, par Jensen et Meckling, qui finalement a su, au moins en partie, être intégrée dans les développements de la finance traditionnelle⁶⁴.

Bibliographie

Alchian A.A., « Corporate Management and Property Rights », in H. Manne (ed.), *Economic Policy and The Regulation of Corporate Securities*, Washington, D.C. : American Enterprise Institute for Public Policy Research, 1969, p. 337-360.

Alchian A.A. et Demsetz H., « Production, Information Costs, and Economic Organization », *American Economic Review*, vol. 62, n° 5, 1972, p.777-795.

Allen F., « Do Financial Institutions Matter ? », *Journal of Finance*, vol. 56, n° 4, August, 2001, p. 1165-1175.

Allen F. et Gale D., « Corporate Governance and Competition », in X. Vives (ed.), *Corporate Governance*, Cambridge University Press, 2000a, p. 23-84.

Almazan A., Suarez J. et Titman S., « Capital Structure and Transparency », WP, <http://www.cob.ohio-state.edu/fin/>, April, 2002.

Aoki M., *The Co-operative Game Theory of the Firm*, Oxford : Clarendon Press, 1984.

Aoki M., « An Information Theoretic Approach to Comparative Governance », Paper Presented at the Conference on «Corporate Governance », Sitgas (Spain), October 23-24, 1998.

⁶⁴ On pourrait alors vraisemblablement transposer à la finance ce que dit Coase (1998) à propos des rapports de l'économie néoinstitutionnelle et du mainstream : « This change will not come about, in my view, as a result of a frontal assault on mainstream economics. It will come as a result of economists in branches or subsections of economics adopting a different approach, as indeed is already happening. When the majority of economists have changed, mainstream economists will acknowledge the importance of examining the economic system in this way and will claim that they knew it all along ».

Aoki M., *Information, Corporate Governance, and Institutional Diversity*, Oxford University Press, 2000.

Argyris C. et Schön D., *Organizational Learning : A Theory of Action Perspective*, Addison-Wesely, Reading, 1978.

Berle A.A. et Means G.C., *The Modern Corporation and Private Property*, MacMillan : New York, 1932.

Bhagat S. et Black B., «The Uncertain Relationship Between Board Composition and Firm Performance », *Columbia Law School, Law and Economics Working Paper*, 1999.

Bhagat S. et Black B., « Board Independence and Long-Term Firm Performance », *Columbia Law School, Law and Economics Working Paper*, February 2000.

Blair M.M., *Ownership and Control : Rethinking Corporate Governance for the Twenty-First Century*, Washington, Brookings, 1995.

Blair M.M., «Firm Specific Human Capital and Theories of the Firm», in M.M. Blair et M.J. Roe, *Employees et Corporate Governance*, Washington D.C., Brookings Institution Press, 1999, p. 58-90.

Blair M.M. et Stout L., «A Team Production Theory of Corporate Law », *Virginia Law Review*, vol. 85, 1999.

Bower J., *Managing the Resource Allocation Process : A Study of Corporate Planning and Investment*, Harvard Business School Press, 1970.

Brennan M.J., « Corporate Finance Over the Past 25 Years », *Financial Management*, vol. 24, n° 2, Summer, 1995, p. 9-22.

Burgelman R.A., « A Process Model of Internal Corporate Venturing in the Diversified Major Firm », *Administrative Science Quarterly*, vol. 28, 1983a, p. 223-244.

Burgelman R.A., « A Model of the Interaction of Strategic Behavior, Corporate Context, and the Concept of Strategy », *Academy of Management Review*, vol. 8, n° 1, 1983b, p. 61-70.

Burkart M., Gromb D. et Panunzi F., « Large Shareholders, Monotoring, and the Value of the Firm », *Quarterly Journal of Economics*, vol. 112, 1997, p. 693-728.

Carlin W. et Mayer C., « How Do Financial Systems Affect Economic Performance », in X. Vives (ed.), *Corporate Governance*, Cambridge University Press, 2000a, p. 137-160.

Castanias R.P. et Helfat C.E., « Managerial Resources and Rents », *Journal of Management*, vol. 17, n° 1, 1991 p. 155-171.

Charreaux G., « Modes de contrôle des dirigeants et performance des firmes », *Revue d'économie industrielle*, 1^{er} trimestre, 1995, p. 135-172.

Charreaux G., « Pour une véritable théorie de la latitude managériale et du gouvernement des entreprises », *Revue Française de Gestion*, novembre-décembre, 1996, p. 50-64.

Charreaux G. (éd.), « Vers une théorie du gouvernement des entreprises », in G. Charreaux, *Le Gouvernement des entreprises : Corporate Governance, théories et faits*, Paris, Economica, 1997, p. 421-469.

Charreaux G., « La théorie positive de l'agence : lecture et relectures... », in G. Koenig (coord.), *De nouvelles théories pour gérer l'entreprise du XXI^e siècle*, Economica, 1999, p.61-141.

Charreaux G., « La théorie positive de l'agence : positionnements et apports », *Revue d'Économie Industrielle*, n° 92, 2^e et 3^e trimestres 2000a, p. 193-214.

Charreaux G., « Le conseil d'administration dans les théories de la gouvernance », *Revue du Financier*, n° 127, 2000b, p. 8-17.

Charreaux G., « L'approche économique-financière de l'investissement », in G. Charreaux (coord.), *Images de l'investissement – Au-delà de l'évaluation financière : une lecture organisationnelle et stratégique*, Vuibert, Fnege, 2001, p. 13-60

Charreaux G. (coord.), *Images de l'investissement – Au-delà de l'évaluation financière : une lecture organisationnelle et stratégique*, Vuibert, Fnege, 2001, p. 13-60

Charreaux G., « Au-delà de l'approche juridique-financière : le rôle cognitif des actionnaires et ses conséquences sur l'analyse de la structure de propriété et de la gouvernance », *Revue Française de Gestion*, 2002 a, à paraître.

Charreaux G., « Le gouvernement des entreprises », in J. Allouche (coord.), *Encyclopédie des ressources humaines*, Economica, 2002 b, à paraître.

Charreaux G. et Desbrières Ph., «Gouvernance des entreprises : valeur partenariale contre valeur actionnariale », *Finance Contrôle Stratégie*, vol. 1, n° 2, 1998, p. 57-88.

Coase R.A., « The Nature of the Firm », *Economica*, vol. 4, 1937, p. 386-405.

Coase R.A., « The Nature of the Firm : Origin », in O.E. Williamson et S. Winter (eds), *The Nature of the Firm*, Oxford University Press, 1991a, p. 34-47.

Coase R.A., « The Nature of the Firm : Meaning », in O.E. Williamson et S. Winter (eds), *The Nature of the Firm*, Oxford University Press, 1991b, p. 48-60.

Coase R.A., « The Nature of the Firm : Influence », in O.E. Williamson et S. Winter (eds), *The Nature of the Firm*, Oxford University Press, 1991c, p. 61-74.

Coase R.H., « Accounting and the Theory of the Firm », *Journal of Accounting and Economics*, vol. 12, 1990, p. 3-13.

- Coase R., « The New Institutional Economics », *The American Economic Review*, vol. 88, n° 2, p. 72-74.
- Conner K.R. et Prahalad C.K., « A Ressource-Based Theory of the Firm : Knowledge Versus Opportunism », *Organization Science*, vol. 7, n° 5, September-October, 1996, p. 477-501.
- Cornell B. et Shapiro A.C., « Corporate Stakeholders and Corporate Finance », *Financial Management*, Spring, 1987, p. 5-14.
- Cyert R.M. et March J.G., *A Behavioral Theory of the Firm*, Prentice Hall : Englewood Cliffs, 1963.
- De Bodt E. et Bouquin H., « Le contrôle de l'investissement », in G. Charreaux (coord.), *Images de l'investissement*, Vuibert, Fnege, 2001, p. 115-166.
- Demsetz H., « Industrial Structure, Market Rivalry, and Public Policy », *Journal of Law and Economics*, vol. 16, 1973, p. 1-10.
- Demsetz H., « The Theory of the Firm Revisited », in O.E. Williamson et S. Winter (eds), *The Nature of the Firm*, Oxford University Press, 1991, p. 159-178, publié initialement in *Journal of Law, Economics and Organization*, vol. 4, 1988, p. 141-163.
- Demsetz H., « Comments » on Jensen M.C. et Meckling W.H., « Specific and General Knowledge and Organizational Structure », in L. Werin et H. Wijkander, *Contract Economics*, Oxford : Blackwell, 1992, p. 275-281.
- Denzau A.T. et North D.C., « Shared Mental Models : Ideologies and Institutions », *Kyklos*, vol. 47, n° 1, 1994, p. 3-31.
- Desreumaux A. et Romelaer P., « Investissement et organisation », in G. Charreaux (coord.), *Images de l'investissement*, Vuibert, Fnege, 2001, p. 61-114.
- Donaldson G., *Corporate Debt Capacity*, Irwin, 1961.
- Donaldson G., *Strategy for Financial Mobility*, Irwin, 1969.
- Donaldson G., « Financial Goals and Strategic Consequences », *Harvard Business Review*, May-June, 1985, p. 57-67.
- Dosi G., « Finance, Innovation and Industrial Change », *Journal of Economic Behavior and Organization*, vol. 13, 1990, p. 299-319.
- Dosi G., « Boundaries of the Firm », in G. Hodgson et al., *The Elgar Companion to Institutional and Evolutionary Economics*, vol. 1, Edward Elgar, Adelshot, 1994, p. 229-237.
- Dosi G. et Marengo L., « On the Tangled Discourse between Transaction Cost Economics and Competence-Based Views of the Firm : Some Comments », in N. Foss et V. Mahnke, *Competence, Governance, and Entrepreneurship*, Oxford University Press, 2000, p. 80-92.

- Eliasson G., « The Firm as a Competent Team », *Journal of Economic Behavior and Organization*, vol. 13, 1990, p. 275-298.
- Fama E.F., « Agency Problems and the Theory of the Firm », *Journal of Political Economy*, vol. 88, n° 2, April, p. 288-307.
- Fama E.F. et French K.R., « Testing Trade-Off and Pecking Order Predictions about Dividends and Debt », University of Chicago and MIT, Working Paper, December, 1999.
- Fama E.F. et French K., « The Corporate Cost of Capital and the Return on Corporate Investment », *The Journal of Finance*, vol. 54, n° 6, December, 1999, p. 1939-1967.
- Fama E.F. et French K.R., « Disappearing Dividends : Changing Firm Characteristics or Lower Propensity to Pay », *Journal of Financial Economics*, vol. 60, 2001, p. 3-43.
- Foss N.J., « Firms, Incomplete Contracts, and Organizational Learning », *Human Systems Management*, vol. 15, n°1, 1996a, p. 17-26.
- Foss N.J., « Capabilities and the Theory of the Firm », *Revue d'économie industrielle*, n° 77, 3° trimestre, 1996b, p. 7-28.
- Foss N.J., « Equilibrium vs. Evolution in the Resource-Based Perspective : The Conflicting Legacies of Demsetz and Penrose », DRUID Working Paper, October, 1997a.
- Foss N.J. (ed), *Resources, Firms and Strategies*, Oxford Management Readers, Oxford University Press, 1997b.
- Foss N.J., « 'Coase vs Hayek' : Economic Organization in the Knowledge Economy », Copenhagen Business School, Working Paper, August 2001.
- Foss K. et Foss N.J., « The Knowledge-Based Approach and Organizational Economics : How much Do they really Differ ? And how Does it Matter ? », in N. Foss et V. Mahnke, *Competence, Governance, and Entrepreneurship*, Oxford University Press, 2000, p. 55-79
- Fransman M., « Information, Knowledge, Vision and Theories of the Firm », in G. Dosi, D.J. Teece et J. Chitry, *Technology, Organization and Competitiveness – Perspectives on Industrial and Corporate Change*, Oxford University Press, 1998, p. 147- 191.
- Garvey G.T. et Swan P. L., « The Economics of Corporate Governance, Beyond the Marshallian Firm », *Journal of Corporate Finance*, vol. 1, n° 2, 1994, p. 139-174.
- Goodstein J., Gautam K. et Boeker W., « The Effects of Board Size and Diversity on Strategic Change », *Strategic Management Journal*, vol. 15, 1994, p. 241-250.
- Graham J.R. et Harvey C.R., « The Theory and Practice of Corporate Finance : Evidence from the Field », *Journal of Financial Economics*, vol. 60, n° 2-3, May/June, 2001, p. 187-243.

- Grossman S. et Hart O., « The Costs and Benefits of Ownership : A Theory of Vertical and Lateral Integration », *Journal of Political Economy*, vol. 94, 1986, p. 691-719.
- Hansmann H., « Ownership of the Firm », *Journal of Law, Economics and Organizations*, vol. 4, n° 2, Fall, 1988, p. 267-304.
- Hansmann H., *The Ownership of Enterprise*, Harvard University Press, 1996.
- Harris M. et Raviv A., « The Capital Budgeting Process : Incentives and Information », *The Journal of Finance*, vol. 51, n° 4, September, 1996, p. 1139-1174.
- Hart O. et Moore J., « Property Rights and the Nature of the Firm », *Journal of Political Economy*, vol. 98, n° 6, 1990, p. 1119-1158.
- Hayek F.A., « The Use of Knowledge in Society », *American Economic Review*, vol. 35, September, 1945, p. 519-530.
- Hogdson G.M., « Competence and Contract in the Theory of the Firm », *Journal of Economic Behavior and Organization*, vol. 35, 1998, p. 179-201.
- Holmström B. et Milgrom P., « The Firm as an Incentive System », *American Economic Review*, vol. 84, September, 1984, p. 972-991.
- Holmström B. et Roberts J., « The Boundaries of the Firm Revisited », *Journal of Economic Perspective*, vol. 12, n° 4, Fall 1998, p. 73-94.
- Jensen M.C., « Organization Theory and Methodology », *The Accounting Review*, vol. 58, n° 2, April 1983, p. 319-339.
- Jensen M.C., « Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers », *American Economic Review*, vol. 76, n° 2, May, 1986, p. 323-329.
- Jensen M.C., « The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems », *Journal of Finance*, vol. 48, n° 3, July, 1993, p. 831-880.
- Jensen M.C., « Self Interest, Altruism, Incentives, and Agency Theory », *Journal of Applied Corporate Finance*, vol. 7, n° 2, Summer, 1994.
- Jensen M.C., *Foundations of Organizational Strategy*, Harvard University Press, 1998.
- Jensen M.C., *A Theory of the Firm : Governance, Residual Claims and Organizational Forms*, Harvard University Press, December, 2000a.
- Jensen M.C., « Value Maximization and the Corporate Objective Function », in M. Beer et N. Nohria, *Breaking the Code of Change*, Harvard Business School Press, 2000b, p. 37-57.
- Jensen M.C. et Meckling W.H., « Theory of the Firm : Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure », *Journal of Financial Economics*, vol. 3, n° 4, 1976, p. 305-360.,

- Jensen M.C. et Meckling W.H., « Specific and General Knowledge and Organizational Structure », in L. Werin et H. Wijkander, *Contract Economics*, Oxford : Blackwell, 1992, p. 251-274.
- Jensen M.C. et Meckling W.H., « The Nature of Man », *Journal of Applied Corporate Finance*, vol. 7, n° 2, Summer, 1994, p. 4-19.
- La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A. et Vishny R.W., « Legal Determinants of External Finance », *The Journal of Finance*, vol. 52, 1997, p. 1131-1150.
- Lazonick W. et O'Sullivan M., « Corporate Governance and the Innovative Economy : Policy Implications », *STEP Report* ISSN 0804-8185, Oslo, 1998.
- Lazonick W. et O'Sullivan M., « Perspectives on Corporate Governance, Innovation and Economic Performance », CGEP, European Institute of Business Administration, Insead, June 2000.
- Loasby B.J., « Organisations as Interpretative Systems », Colloque « Organisations et institutions – Règles, coordination et évolution », Amiens, 25-26 mai 2000.
- Loasby B.J., « Cognition, Capabilities and Cooperation », *International Journal of Management and Decision Making*, vol. 2, n°1, 2001, p. 35-48.
- Madhok A., « The Organisation of Economic Activity : Transaction Costs, Firm Capabilities, and the Nature of Governance », *Organization Science*, vol. 7, n° 5, September-October, 1996, p. 577-590.
- March J.G., « Exploration and Exploitation in Organizational Learning », *Organization Science*, vol. 2, 1991, p. 71-87.
- March J.G. et Simon H.A., *Organizations*, New York : Wiley, 1958.
- Modigliani F. et Miller M.H., « The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment », *American Economic Review*, June, 1958, p. 261-297.
- Moussu C., *Endettement, accords implicites et capital organisationnel : contribution à l'émergence d'une théorie organisationnelle de la structure financière*, Thèse de doctorat en sciences de gestion, Université de Bourgogne, janvier 2000.
- Myers S., « Interactions of Corporate Financing and Investment Decisions – Implications for Capital Budgeting », *The Journal of Finance*, vol. 29, n° 1, March, 1974, p. 1-25.
- Myers S., « Outside Equity », *The Journal of Finance*, vol. 55, n° 3, June, 2000, p. 1005-1037.
- Myers S.C. et Majluf N., « Corporate Financing and Investment Decisions when Firms Have Information that Investors Do not Have », *Journal of Financial Economics*, vol. 13, p. 187-221.

- Nelson R.R. et Winter S.G., *An Evolutionary Theory of Economic Change*, Harvard University Press, Cambridge Mass. , 1982.
- O'Sullivan M., « The Innovative Enterprise and Corporate Governance », *Cambridge Journal of Economics*, vol 24, n° 4, July, 2000, p. 393-416.
- Penrose E., *The Theory of the Growth of the Firm*, Oxford, UK : Oxford University Press, 1959.
- Prahalad C.K., « Corporate Governance or Corporate Value Added ? : Rethinking the Primacy of Shareholder Value », *Journal of Applied Corporate Finance*, vol. 6, n° 4, 1994, p. 40-50.
- Rajan R. et Zingales L., « Power in a Theory of the Firm », *Quarterly Journal of Economics*, vol. 108, May, 1998, p. 387-432.
- Rajan R. et Zingales L., « The Governance of the New Enterprise », in X. Vives (ed.), *Corporate Governance*, Cambridge University Press, 2000a, p. 201-232.
- Rajan R. et Zingales L., « The Tyranny of Inequality : An Inquiry into the Adverse Consequences of Power Struggles », *Journal of Public Economics*, vol. 76, n° 3, June, 2000b, p. 521-588.
- Rajan R.G. et Zingales L., «The Influence of the Financial Revolution on the Nature of Firms », *American Economic Review*, vol. 91, n° 2, May, 2001, p. 206-211.
- Senge P.M., *The Fifth Discipline : The Art and Practice of the Learning Organization*, Doubleday, New York, 1990.
- Shiller R.J., « Human Behavior and the Efficiency of the Financial System », NBER Working Paper Series 6375, <http://www.nber.org/papers/w6375>, 1998.
- Shleifer A. et Vishny R.W. , «A Survey of Corporate Governance », *Journal of Finance*, vol. 52, 1997, p. 737-783.
- Shleifer A. et Vishny R.W., «Management Entrenchment : The Case of Manager-Specific Investments », *Journal of Financial Economics*, vol. 25, n° 2, p. 123-139, 1989.
- Shyam-Sunder L. et Myers S.C., « Testing Static Trade-off Against Pecking Order Models of Capital Structure », *Journal of Financial Economics*, vol. 51, 1999, p. 219-244.
- Simon H.A., *Administrative Behavior : A Study of Decision-making Processes in Administrative Organizations*, MacMillan : Chicago, 1947.
- Teece D.J., « Towards an Economic Theory of the Multiproduct Firm », *Journal of Economic Behavior and Organization* », vol. 3, 1982, p. 39-63.

- Teece D.J., « Contributions and Impediments of Economic Analysis to the Study of Strategic Management », in J.M. Fredrickson (ed), *Perspectives on Strategic Management*, Grand Rapids : Harper Business, 1990.
- Teece D.J., Rumelt R., Dosi G. et Winter S., « Understanding Corporate Coherence », *Journal of Economic Behavior and Organization*, vol. 23, 1994, p. 1-30.
- Thiétart R.A., *Méthodes de recherche en management*, Dunod, 1999.
- Titman S., « The Effect of Capital Structure on a Firm's Liquidation Decision », *Journal of Financial Economics*, vol. 13, n° 1, March, 1984, p. 137-152.
- Wernerfelt B., « A Resource-Based View of the Firm », *Strategic Management Journal*, vol. 5, 1984, p. 171-180.
- Williamson O.E., « Corporate Finance and Corporate Governance », *Journal of Finance*, vol. 43, n° 3, July, 1988, p. 567-591.
- Williamson O.E., « Strategy Research : Governance and Competence Perspectives », *Strategic Management Journal*, vol. 20, 1999, p. 1087-1108.
- Winter S., « On Coase, Competence, and the Corporation », in O.E. Williamson et S. Winter (eds), *The Nature of the Firm*, Oxford : Blackwell, 1991, p. 179-195.
- Wirtz P. , « Evolution institutionnelle, schémas mentaux et gouvernement des entreprises : le cas Krupp-Thyssen », *Finance Contrôle Stratégie*, vol. 2, n° 1, mars 1999, p. 117- 143.
- Wirtz P., « Financial Policy, Managerial Discretion and Corporate Governance : The Example of Usinor », *Global Focus*, vol. 13, n° 1, Spring, 2001, p. 127-141.
- Wirtz P., *Politique de financement et gouvernement d'entreprise*, Economica, 2002.
- Witt U., « Imagination and Leadership – The Neglected Dimension of an Evolutionary Theory of the Firm », *Journal of Economic Behavior & Organization*, vol. 35, 1998, p. 161-177.
- Zingales L., « Corporate Governance », in P. Newman (Ed.), *The New Palgrave, Dictionary of Economics and the Law*, London, Stockton Press, 1998.
- Zingales L., « In Search of New Foundations », *The Journal of Finance*, vol. 55, n° 4, August, 2000, p. 1623-1653.