

Au-delà de l'approche juridico-financière : le rôle cognitif des actionnaires et ses conséquences sur l'analyse de la structure de propriété et de la gouvernance

Gérard CHARREAUX*

Université de Bourgogne

Résumé: L'approche juridico-financière dominante de la structure de propriété et de la gouvernance des entreprises est fondée sur l'hypothèse de séparation totale entre les actionnaires et les dirigeants rarement vérifiée, notamment dans les nations européennes. Cette approche repose sur les analyses initiales de Berle et Means et sur la théorie de l'agence, qui conduisent, sur la base d'hypothèses très réductrices, à supposer que les actionnaires n'assument qu'une fonction financière se limitant à l'apport de capitaux et à l'assomption du risque financier. Cette conception possédant un pouvoir explicatif faible au vu des structures réelles d'actionnariat, le présent article propose de prendre en compte le rôle cognitif – d'orientation et d'apport de compétences –, que les actionnaires conservent le plus souvent de façon à proposer un modèle explicatif plus satisfaisant de ces structures. Une telle modélisation s'inscrit également dans les développements visant à proposer une théorie de la gouvernance élargie aux considérations cognitives.

JEL Classification: G300

Mots clés: rôle cognitif de l'actionnaire, structure de propriété, gouvernance des entreprises.

Biographie résumée :

Gérard Charreaux est Professeur agrégé de Sciences de Gestion à l'Université de Bourgogne et membre du Latec. Il est l'auteur de nombreux ouvrages et articles publiés dans des revues françaises et étrangères dans les domaines de la finance, la gouvernance et la théorie des organisations. L'université de Mons-Hainaut lui a récemment décerné le titre de docteur honoris causa pour ses travaux sur la gouvernance des entreprises.

* L'auteur remercie Philippe Desbrières et Alain Schatt pour leurs commentaires sur une première version de ce texte. Gérard CHARREAUX, Iae, Pôle d'économie et de gestion, 2, Boulevard 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

Les récents scandales Enron et Worldcom consacrent, dans une certaine mesure, la vision juridico-financière dominante de la gouvernance et du rôle des actionnaires. Cette vision est née de l'émergence de la propriété passive dans les grandes sociétés américaines au début du siècle, telle qu'elle a été analysée par Berle et Means (1932). La séparation de la propriété et du management, qui se traduit par une dispersion de la propriété juridique entre une multitude de petits porteurs, a conduit à concevoir le rôle des actionnaires comme se limitant à apporter du capital financier et à assumer le risque lié à cet apport. Cette perspective a alimenté l'approche financière de la gouvernance selon laquelle le principal problème est de protéger les intérêts des petits porteurs, notamment en incitant les dirigeants non-proprétaires à retenir un objectif de maximisation de la valeur actionnariale. Plus récemment, et au vu de la prédominance au niveau international des structures d'actionnariat concentrées, le débat s'est légèrement déplacé pour privilégier les rapports entre les actionnaires dominants et les petits porteurs. Quel que soit le conflit privilégié, entre dirigeant non-proprétaire ou entre actionnaire(s) dominant(s) et petits porteurs, les questions centrales de la structure de propriété et des rapports dirigeants/actionnaires dominants/petits porteurs ont été abordées sous le seul angle disciplinaire. Dans une perspective explicative, les structures d'actionnariat sont censées pouvoir s'expliquer par la capacité à réduire les coûts associés aux conflits. Dans une perspective normative, la préoccupation exclusive de la gouvernance doit être de concevoir des systèmes permettant de réduire ces coûts de façon à maximiser la richesse des actionnaires.

Cette analyse, cependant, soulève plusieurs interrogations au vu d'un certain nombre de faits. Premièrement, l'accent mis sur le rôle d'apporteur de financement des actionnaires conduit à contester la place centrale qui leur est accordée dans la mesure où la part de l'investissement financée par les augmentations de capital réalisées sur les marchés financiers est minime. Ainsi, Fama et French (1999) montrent que cette part n'est que de 7,9% aux Etats-Unis sur la période 1951-1996. Et ce phénomène n'est pas isolé puisque Rajan et Zingales (2001) trouvent une proportion du même ordre dans la plupart des nations sur un horizon historique allant de 1913 à 1999.

Deuxièmement, la vision juridico-financière, centrée uniquement sur le degré de dispersion du capital, ne permet pas de rendre compte de la diversité des structures d'actionnariat dans le monde. Comme le montrent Faccio et Lang (2002), en analysant sur un échantillon de 13 pays européens, l'identité des actionnaires détenant un bloc de contrôle d'au moins 20% du capital des firmes cotées, les actionnaires peuvent être caractérisés de façon plus fine en distinguant les familles, les firmes non cotées, les Etats, les autres firmes cotées

ou encore d'autres catégories d'actionnaires (mutuelles, salariés, coopératives...). Cette étude, très détaillée, révèle également, qu'en moyenne, 37% des firmes étudiées peuvent être considérées comme ayant un actionnariat diffus – c'est-à-dire sans un actionnaire détenant au moins 20% du capital¹ – avec des extrêmes de 10,4% pour l'Allemagne et 63,1% pour le Royaume-Uni, que 54% des firmes étudiées n'ont qu'un seul actionnaire dominant (avec des extrêmes de 82% pour l'Autriche et de 39% pour la Norvège) et que le pourcentage moyen de firmes dont les dirigeants émanent de la famille de l'actionnaire dominant est de 68,5% (avec des extrêmes de 80% pour la Belgique et l'Autriche et de 50% pour le Portugal). On trouve ainsi confirmation du caractère le plus souvent concentré de la propriété et de la faiblesse de la séparation de la propriété et du management, tout au moins dans les pays européens. Si le schéma de la séparation apparaît davantage valide pour les Etats-Unis où 80% des vingt plus grandes sociétés cotées n'ont pas d'actionnaire contrôlant au seuil de 20% (Roe, 2002b, tableau 1), la séparation dans les sociétés cotées, selon une étude récente de Holderness et al. (1999) a tendance à se réduire et apparaît significativement moins forte qu'à l'époque de Berle et Means.

Troisièmement, la perspective exclusivement financière du rôle des actionnaires ne peut que sembler incomplète au vu des phénomènes couramment observés dans la vie des sociétés. Un partenariat du type Renault-Nissan qui se traduit pour Renault par une détention du capital de Nissan à hauteur de 44,4% et, réciproquement, pour Nissan par une détention du capital de Renault à hauteur de 13,5%, ne peut s'expliquer par des considérations uniquement financières. La présence de Renault au capital de Nissan ne peut à l'évidence se comprendre et s'analyser à partir des seules grilles financières traditionnelles ; elle s'explique, au moins en partie, par la contribution cognitive de Renault en termes de vision et de compétences, ce qui dépasse sensiblement le rôle financier de l'actionnaire. Certes, il s'agit d'un cas particulier, mais le point de vue que nous présentons dans cet article est que le rôle cognitif joué par les actionnaires peut permettre de mieux expliquer les configurations réelles de l'actionnariat dans la plupart des pays. Cette reconnaissance du rôle cognitif des actionnaires n'a d'ailleurs rien de très originale, puisque ce rôle existait à l'origine dans la plupart des entreprises dont le fondateur-entrepreneur exerçait simultanément une fonction financière et une fonction cognitive, au sens où il apportait une vision et des compétences. Toutefois, sous l'influence de

¹ On peut noter que ce seuil de 20% conduit à une surestimation de la catégorie des firmes managériales (sans actionnaire dominant). En fait, en particulier dans les très grandes sociétés, le contrôle peut s'effectuer avec la détention d'un bloc de taille inférieure à 20%. Il est donc vraisemblable que les véritables sociétés managériales sont beaucoup plus rares que ce qui apparaît à travers ce critère particulièrement grossier.

l'analyse de la séparation de la propriété et du management proposée par Berle et Means, ce rôle cognitif de l'actionnaire a été occulté. Or, à notre sens, il s'applique quasiment à tous les types d'actionnariat à l'exception du cas, finalement assez rare, où la séparation est parfaite et où le rôle des actionnaires, représenté exclusivement par la catégorie des petits porteurs se limite à souscrire aux augmentations de capital ou aux actions mises en vente lors d'une introduction en bourse.

Notre objectif dans cet article est de montrer que la reconnaissance du rôle cognitif des actionnaires permet de modifier sensiblement, d'une part, l'analyse habituelle de la structure de propriété, d'autre part, la vision traditionnelle de la gouvernance. La première partie va nous permettre de rappeler l'origine de l'analyse juridico-financière de la structure de propriété et d'en préciser les limites, dues notamment à l'ignorance du rôle cognitif des actionnaires (tout au moins de certains actionnaires...). Dans la seconde partie, nous montrerons dans quelle mesure l'introduction de la dimension cognitive permet de construire un modèle explicatif différent des structures d'actionnariat et comment cette analyse de l'actionnaire prend place à l'intérieur d'une vision différente et plus large de la gouvernance.

1. L'origine et les limites de l'analyse juridico-financière de la structure de propriété

Sous l'influence de l'approche juridico-financière, l'analyse de la structure de l'actionnariat se résume à des questions d'appropriabilité des flux générés par l'entreprise. Cette analyse résulte, semble-t-il, d'une vision très simplificatrice du phénomène de la séparation entre la propriété et le management telle qu'elle a pu résulter notamment des travaux de Berle et Means et d'Alchian et Demsetz (1972), qui ont inspiré la plupart des recherches ultérieures.

Pour mettre en évidence l'origine et les limites de l'approche juridico-financière, nous allons, premièrement, faire un retour sur ces analyses notamment pour en souligner certaines dimensions importantes, souvent passées inaperçues. Deuxièmement, nous montrerons, comment certaines questions, restées sans réponse, au sein de ces analyses fondatrices ont été résolues dans la vision financière dominante.

1.1. Retour sur les fondements de l'analyse juridico-financière

On considère habituellement que l'analyse de Berle et Means du démembrement de la propriété de la firme est à l'origine de la vision juridico-financière. Paradoxalement, pour un travail aussi célèbre, les conclusions de cette analyse ont souvent été caricaturées, sinon trahies. Un même commentaire peut être fait concernant l'apport du célèbre article d'Alchian et Demsetz. Dans les deux cas, les analyses de la structure de propriété conduisent à laisser sans véritable réponse les questions portant tant sur la répartition des composantes de la fonction entrepreneuriale que sur celle de la rente.

1.1.1. L'analyse de la propriété chez Berle et Means

Pour Berle et Means, à l'origine le propriétaire de la firme assumait deux fonctions : (1) l'apport de capital financier et l'assumption du risque lié à cet apport ; (2) l'apport de ses compétences managériales. Et le profit a pour rôle de rémunérer ces deux fonctions². Dans le cadre de la firme entrepreneuriale traditionnelle – en l'absence de séparation propriété/management –, l'entrepreneur intervient donc, non seulement pour fournir le capital financier et assumer le risque lié, mais également pour apporter un autre facteur de production, le facteur entrepreneurial, qui permet à l'entreprise de secréter une rente, c'est-à-dire un supplément de valeur par rapport au coût des capitaux investis. Cette interprétation ne constitue d'ailleurs qu'une simple variante des différentes définitions qui ont été données de la fonction entrepreneuriale par des auteurs aussi anciens et célèbres que Cantillon, Say, Marshall, Schumpeter, Knight, Von Mises ou, plus récemment, Kirzner.

En faisant la synthèse des travaux accomplis par ces différents auteurs, il est possible de distinguer trois composantes dans la fonction entrepreneuriale :

(1) L'assumption du risque et de l'incertitude, en reprenant la distinction traditionnelle due à Knight entre le risque «évaluable ou probabilisable » et l'incertitude « non évaluable », associée parfois à la notion de « surprise ». Cette fonction est souvent considérée comme liée à l'apport financier réalisé par l'entrepreneur qui risque ses capitaux, mais un auteur comme Von Mises (1985, p. 267-268) considère que ce caractère risqué s'étend à tout facteur de production, quelle qu'en soit la nature, notamment aux salariés, dès lors que l'action a une dimension aléatoire et spéculative. Remarquons que ce dernier argument est retenu par les partisans d'une approche partenariale de la gouvernance (Blair,

² Berle et Means (1932, p. 300), « ...profits act as a return for the performance of two separate functions. First, they act as an inducement to the individual to risk his wealth in enterprise, and, second, they act as a spur, driving him to exercise his utmost skill in making his enterprise profitable. »

1995 ; Charreaux, 1995 ; Charreaux et Desbrières, 1998) qui, contrairement à ceux de l'approche actionnariale, supposent que l'ensemble des parties prenantes assume une partie du risque (et de l'incertitude) résiduel.

(2) Une fonction de recherche et de coordination des facteurs de production où la dimension « directive », associée au *leadership* de l'entrepreneur, est souvent mise en avant. Cette fonction peut être qualifiée de fonction managériale. Elle est parfois définie comme regroupant l'administration, la surveillance, la coordination et la planification (Langlois 1998). Si l'on retient la distinction de Fransman (1998), entre information et connaissance³, la fonction managériale ne se limite pas à la recherche et à l'exploitation d'une information existante, mais comporte également une dimension cognitive de construction de connaissance, née notamment de l'exploitation courante des facteurs de production et importante pour assurer une coordination efficace.

(3) Une fonction perceptive associée au repérage des opportunités rentables. Il appartient à l'entrepreneur de percevoir, soit les innovations créatrices de déséquilibres à l'origine de rentes (selon la vision schumpetérienne), soit les déséquilibres existants, les rentes provenant alors de la résolution de ces déséquilibres (selon la vision de l'école autrichienne de Von Mises et Kirzner). La notion de perception peut cependant être critiquée pour son caractère restrictif dans la mesure où elle sous-entend que les opportunités sont exogènes et qu'il suffit de les percevoir. Or, une représentation plus fructueuse et, à notre sens, plus conforme à la notion même d'innovation consiste également à considérer que les opportunités sont « construites » de façon endogène par les firmes⁴, et que cette construction relève de la fonction entrepreneuriale⁵.

³ 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* ». L'information dans cette conception représente un ensemble fermé de possibilités potentiellement connaissables, mais qui ne le sont pas nécessairement par tous les acteurs. Par opposition à la notion d'information, 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.

⁴ Cette formulation correspond à celle de l'économie évolutionniste telle qu'elle peut être empruntée, par exemple, à Dosi (1990). Les environnements sont supposés être non stationnaires. Tant les technologies, les organisations que les préférences des agents évoluent de façon endogène avec le temps. Cette représentation s'écarte de la modélisation néo-classique standard dans laquelle les états du monde sont exogènes et connaissables (on peut déterminer leurs conséquences monétaires et leur probabilité de survenance). En revanche, dans la représentation évolutionniste, selon Dosi (1990, p. 303-304) : (1) les événements n'existent pas avant leur découverte ; (2) les activités innovatrices résultent de la capacité à formuler et à résoudre les problèmes et sont fondées sur une connaissance non codifiée, tacite et cumulative ; (3) Les processus d'innovation sont dépendants de l'histoire (dépendance de sentier) et des institutions ; (4) Les processus d'innovation ont un caractère dynamique et modifient les ensembles d'opportunités, les schémas incitatifs et les compétences des firmes.

⁵ Ce qui ne signifie pas que cette fonction soit l'apanage du seul entrepreneur.

Parmi les trois fonctions évoquées – assumptive, managériale, perceptive – les deux dernières peuvent être qualifiées de fonctions cognitives car elles font intervenir des dimensions cognitives – vision et construction de connaissances – substantielles. Ajoutons, cependant, qu’il est difficile de dissocier la fonction d’assomption du risque et de l’incertitude des considérations cognitives. L’incertitude naît, au moins en partie, des comportements des entrepreneurs dont les actions créent des déséquilibres dont ils cherchent à tirer profit. De plus, c’est l’incertitude qui justifie véritablement la fonction assumptive car, si le risque était totalement évaluable, la question de l’assomption du risque résiduel d’une certaine façon disparaîtrait dans la mesure où le prix du risque évaluable, fixé à l’équilibre du marché, permettrait d’offrir une compensation parfaite.

Dans l’analyse de Berle et Means de la séparation propriété/management, les actionnaires supposés dispersés se retrouvent assumer la seule fonction d’assomption du risque financier. Si dans la firme entrepreneuriale traditionnelle, les trois fonctions – assumptive, managériale et perceptive – sont, pour l’essentiel, accomplies par la même personne, avec la croissance de la firme et l’émergence de la firme managériale, on assiste à une répartition de ces trois fonctions entre différents acteurs spécialisés. Et c’est la configuration de la répartition de ces trois fonctions qui conditionne la structure de propriété.

Avant toute réinterprétation par la théorie financière moderne, l’analyse de la séparation propriété/management faite par Berle et Means les mène uniquement à conclure que les actionnaires n’accomplissent plus que la fonction « passive » d’assomption du risque financier. Dans l’esprit des auteurs, cette fonction purement passive ne leur donne pas droit au statut de créanciers résiduels, c’est-à-dire le droit de s’approprier le profit. Ce statut ne doit être attribué qu’à des acteurs actifs, c’est-à-dire exerçant les autres fonctions entrepreneuriales.

« ...the owners of passive property, by surrendering control and responsibility over the active property, have surrendered the right that the corporation should be operated in their sole interest... » (Berle et Means, 1932, p. 312).

L’analyse de Berle et Means laisse une question importante sans véritable réponse. Qui est le créancier résiduel ?

1.1.2. L'analyse de la propriété chez Alchian et Demsetz

Une autre analyse de la fonction entrepreneuriale et du statut de créancier résiduel, qui a inspiré fortement la théorie de l'agence⁶, à l'origine de l'approche juridico-financière actuelle, apparaît dans l'article d'Alchian et Demsetz (1972). Cette analyse pose en particulier les fondements de la vision contractuelle de la firme retenue par la théorie de l'agence. Même l'article d'Alchian et Demsetz est bien connu, il n'est pas inutile de rappeler qu'au départ, pour définir la firme, ces auteurs considèrent que ce qui en fait la spécificité par rapport au marché, ce n'est pas la gestion « autoritaire » – fondée sur l'autorité – des relations avec les facteurs de production mais la gestion commune (« en équipe ») et centralisée de ces relations⁷ en vue de profiter des synergies issues de la coopération entre facteurs.

Pour analyser les problèmes posés par la gestion centralisée des facteurs de production, Alchian et Demsetz partent d'un schéma organisationnel assimilable à une firme entrepreneuriale. Dans la logique de la gestion centralisée du « noyau de contrats », ils centrent leur analyse sur les problèmes posés à l'entrepreneur par l'évaluation de la productivité des facteurs et leur rémunération, en raison de l'observabilité et de la mesurabilité imparfaites de la performance. Ils insistent, notamment, sur les problèmes associés aux éventuels comportements opportunistes des membres de l'équipe de facteurs de production (qui ne se limitent pas au facteur travail...), qui peuvent profiter des failles du processus d'évaluation de la performance pour réduire leur contribution. L'entrepreneur, dénommé « monitor », apparaît ainsi chez Alchian et Demsetz comme un spécialiste de la mesure de performance accomplie par les différents facteurs. Il est, lui-même, incité à être performant grâce à deux mécanismes disciplinaires : (1) la concurrence sur le marché des entrepreneurs ; (2) son statut de créancier résiduel : il perçoit le profit résiduel après rémunération des autres *inputs* et a donc intérêt à gérer au mieux les relations avec les différents facteurs de production.

Toutefois, comme l'écrivent les auteurs, pour mieux spécifier la nature de la firme, il faut préciser la façon dont l'entrepreneur, le créancier résiduel, contrôle les *inputs*. Citons Alchian et Demsetz (1972, p. 782) afin de clarifier leur conception de l'entrepreneur-« *monitor* ».

⁶ Comme le disent Jensen et Meckling (1976, p. 309), « *Viewed in this light it is clear that our definition of agency costs and their importance to the theory of the firm bears a close relationship to the problem of shirking and monitoring of team production which Alchian et Demsetz (1972) raise in their paper on the theory of the firm* ».

⁷ Alchian et Demsetz (1972, p. 778) « *It is in a team use of inputs and a centralized position of some party in the contractual arrangements of all other inputs. It is the centralized contractual agent in a team productive process – not some superior authoritarian directive or disciplinary power.* »

« We use the term monitor to connote several activities in addition to its disciplinary connotation. It connotes measuring output performance, apportioning rewards, observing the input behavior of inputs as means of detecting or estimating their marginal productivity and giving assignments or instructions in what to do and how to do it. »

L'entrepreneur n'est donc pas un simple surveillant au sens disciplinaire, il définit la nature des tâches et choisit les personnes qui doivent les exécuter au sein du « noûd » coopératif. Alchian et Demsetz font d'ailleurs une analogie avec le *coach* d'une équipe qui sélectionne les stratégies et les tactiques. Cet entrepreneur accomplit ainsi une fonction perceptive dans la mesure où c'est lui qui recherche et découvre les facteurs et où il lui revient d'identifier, voire de concevoir, les meilleures combinaisons d'*inputs*. Citons encore les auteurs (p. 793) :

« Efficient production with heterogeneous resources is a result not of having better resources but in knowing more accurately the relative productive performances of those resources ».

Ainsi, chez Alchian et Demsetz, les composantes managériale et perceptive apparaissent centrales dans la fonction entrepreneuriale. *In fine*, la propriété formelle, au sens juridique, de la firme revient à l'entrepreneur car c'est l'arrangement organisationnel qui lui permet de détenir les droits de décision résiduels – notamment ceux de pouvoir exclure les facteurs de l'équipe –, nécessaires à l'exercice efficace de sa fonction ainsi que les droits à l'appropriation du profit résiduel qui l'incitent à accomplir cette fonction.

Dans cette représentation, l'entrepreneur n'est pas nécessairement un apporteur de capital financier. Il est à même de se procurer ce capital auprès d'investisseurs financiers, qui peuvent être des créanciers ou des actionnaires, contre la promesse d'une rémunération future. Si le financement procède de l'ouverture du capital à de nombreux actionnaires, survient alors le problème posé par la délégation de l'essentiel des droits de décision résiduels donnant naissance à la séparation propriété/management dans les firmes managériales, notamment celui de la protection des intérêts des actionnaires petits porteurs. Cette protection, selon Alchian et Demsetz, se fait grâce au mécanisme juridique de la responsabilité limitée, à la liquidité des marchés – qui permet aux actionnaires de « voter avec les pieds » – et à des

mécanismes disciplinaires tels que la concurrence d'autres dirigeants potentiels (externes et internes), l'exercice des droits de vote et la prise de contrôle.

Les actionnaires, dans ce cas, au lieu d'être considérés comme des propriétaires - « actifs » doivent davantage être vus comme des obligataires particuliers, ayant un degré d'optimisme supérieur quant aux perspectives de développement de la firme, et pouvant être assimilés à des acheteurs de warrants spéculant sur la hausse des titres. Cette analogie conduit Alchian et Demsetz à conclure que le statut juridique formel de créancier résiduel, reconnu par le droit aux actionnaires, n'a pas pour objectif de les inciter à accomplir efficacement la fonction de surveillance, contrairement à ce qui se passe pour l'entrepreneur de la firme entrepreneuriale.

« ...The residual claim on earnings enjoyed by shareholders does not serve the function of enhancing their efficiency as monitors in the general situation. The stockholders are « merely » the less risk-averse or the more optimistic member of the group that finances the firm. ». (Alchian et Demsetz, 1972, p. 789, note 14)

Finalement, la conclusion d'Alchian et Demsetz diffère assez peu de celle de Berle et Means. Dans les grandes sociétés par actions, les actionnaires ne sont plus que des apporteurs passifs de capital financier. Les auteurs ajoutent également que la fonction d'assomption du risque n'est pas centrale dans leur théorie de la firme. Elle ne permet que de comprendre pourquoi toutes les ressources ne sont pas la propriété d'une seule personne. Ils précisent, cependant, que la connaissance imparfaite de la performance des facteurs contribue au risque (en fait à l'incertitude) dans la mesure où elle complique l'exercice de la fonction entrepreneuriale.

1.1.3. Des questions centrales laissées sans véritable réponse

Les analyses de Berle et Means et d'Alchian et Demsetz sont souvent invoquées pour justifier le statut de créanciers résiduels des petits porteurs et, de façon concomitante, l'objectif de maximisation de la valeur actionnariale que devraient poursuivre les dirigeants. Or, pour Berle et Means, l'abandon de la propriété active par les actionnaires conduit à leur dénier le statut de créancier résiduel. Les auteurs concluent-ils pour autant que les profits doivent aller à ceux qui exercent la propriété active, c'est-à-dire, si la séparation est totale, aux dirigeants ? Non, car le danger serait, comme le suggèrent Berle et Means, que les

dirigeants, soustraits à toute surveillance, abusent de leur situation. En outre, sur la base d'une argumentation fondée sur les conséquences des décisions des grandes entreprises pour les consommateurs et les salariés, ils recommandent que la firme managériale, qu'ils assimilent à une « construction politique » soit gérée dans l'intérêt, non pas des actionnaires, mais de l'ensemble des parties prenantes.

« It is conceivable, – indeed, it seems almost essential if the corporate system is to survive, – that the « control » of the great corporations should develop into a purely neutral technocracy, balancing a variety of claims by various groups in the community and assigning to each a portion of the income stream on the basis of public policy rather than private cupidity ».

(Berle et Means, introduction, p.iii)

Avec une argumentation assez proche, pour Alchian et Demsetz, le statut de créancier résiduel se justifie également par la nécessité d'inciter l'entrepreneur à accomplir efficacement le côté actif de la propriété, c'est-à-dire les fonctions managériale et perceptive – en raison du contenu très large de la fonction de surveillance attribuée à l'entrepreneur – et non pas par la rémunération du risque lié à un apport financier, associée à la dimension passive de la propriété. Si le capital est apporté par de nombreux actionnaires, ces derniers sont assimilés à des investisseurs financiers détenant des warrants et spéculant sur l'accroissement de la valeur de la firme. Peut-on en conclure qu'ils doivent percevoir le profit dû principalement aux capacités managériale et perceptive de l'entrepreneur ? Rien ne le garantit dans la logique d'Alchian et Demsetz qui justifient l'appropriation de la rente comme moyen d'inciter le dirigeant à orienter et à gérer les autres facteurs de production.

Sur la base de ces analyses fondatrices, deux questions centrales pour étudier la structure de propriété restent ouvertes :

(1) *La question de la répartition des fonctions entrepreneuriales.* Tant pour Berle et Means que pour Alchian et Demsetz, en cas de séparation propriété/management, les actionnaires n'assument plus que la fonction d'investisseurs financiers. Les auteurs supposent implicitement que les fonctions managériale et perceptive deviennent l'apanage des managers et échappent totalement aux actionnaires. Or, une telle hypothèse est fréquemment violée dans la réalité, la séparation étant rarement complète : les actionnaires dominants, autres que les petits porteurs, continuent fréquemment d'exercer une part des fonctions managériale et perceptive. Remarquons également que cette question de la répartition des fonctions

entrepreneuriales, dans sa formulation, peut s'identifier à la question traditionnelle de la détention des droits de décision résiduels, usuelle en théorie contractuelle des organisations, notamment dans la théorie des contrats incomplets, et selon laquelle, la propriété se définit en fonction de la détention des droits de décision résiduels, c'est-à-dire des droits de prendre les décisions non prévues par les contrats ou par la loi. L'éclairage donné est cependant différent, car au travers des composantes cognitives, la dimension productive des décisions est davantage privilégiée, la valeur créée étant supposée au moins autant d'origine cognitive que disciplinaire (incitation et contrôle).

(2) *La question de l'appropriabilité (ou de la répartition) de la rente.* A priori, en raison de leur comportement passif, les actionnaires simples investisseurs financiers ne devraient être rémunérés qu'à concurrence de la rémunération « normale » sur le marché des fonds risqués, contrepartie du risque financier qu'ils assument. Cette conclusion pose deux principaux problèmes.

Premièrement, elle suppose que les autres parties prenantes – les facteurs de production autres que les apporteurs de capital financier – ne supportent pas les conséquences de l'incertitude. Dans le cas contraire, comme le prétend la vision partenariale, en retenant une définition plus large de la rente organisationnelle (Charreaux et Desbrières 1998), ils peuvent également prétendre à s'approprier une part de la rente, ce qui complique l'analyse et la résolution du problème de la répartition de la valeur créée et ce d'autant plus que ces autres parties prenantes peuvent concourir de façon importante à la formation même de la rente.

Deuxièmement, si on suppose que les parties prenantes non-actionnaires et les petits-porteurs n'encourent pas de risque résiduel – tous sont rémunérés au prix d'équilibre sur les différents marchés de facteurs de production – la rente est censée devoir revenir aux acteurs supportant l'incertitude, c'est-à-dire les actionnaires dominants et/ou les dirigeants. La mise en œuvre d'une telle solution nécessiterait cependant qu'il soit possible de séparer la rémunération du risque financier évaluable de celle de l'incertitude non évaluable. En supposant qu'on puisse s'appuyer sur un modèle tel que le Medaf (modèle d'équilibre des actifs financiers) habituellement retenu pour calculer le taux de rentabilité requis par les actionnaires, il faudrait que les actionnaires petits porteurs, pour seule rémunération de leur contribution financière, obtiennent en moyenne ce taux d'équilibre. Une fois cette rémunération normale défalquée, la rente stricto-sensu devrait revenir aux partenaires (actionnaires dominants et/ou dirigeants) qui exercent les fonctions managériale et perceptive associées à la propriété active.

La solution au problème de l'appropriabilité apparaît ainsi liée à la possibilité de séparer en pratique la rémunération du risque normal de celle de l'incertitude. Faute de pouvoir le faire, on se trouve confronté au traditionnel problème de conflits d'intérêts entre actionnaires petits porteurs et dirigeants ou entre actionnaires petits porteurs et actionnaires dominants, le cas de figure à trois acteurs – petits porteurs, actionnaires dominants et dirigeants –, fréquent en réalité, n'étant pas étudié habituellement. Ajoutons, cependant, que la possibilité de séparer les deux types de rémunération poserait la question de l'identité des agents à même de supporter les conséquences de l'incertitude (par opposition au risque évaluable), associée aux plus forts aléas. Si les petits porteurs ne supportent pas l'incertitude, qui doit la supporter ? Les dirigeants, les actionnaires dominants, les créanciers (c'est ce qui se passe au moins en partie en cas de faillite), les salariés (les cas de licenciements importants en cas de crise peuvent être considérés comme rentrant dans cette catégorie), l'Etat... ?

1.2. La réponse de l'approche juridico-financière : les actionnaires réduits au seul statut d'apporteur de capitaux sont les seuls créanciers résiduels

La vision juridico-financière dominante apporte une réponse simple aux deux questions précédentes. D'une part, les actionnaires sont réduits à l'exercice de la seule fonction d'apporteurs de capitaux et à l'assumption du risque lié, supposé systématiquement évaluable. D'autre part, ils sont censés être les seuls créanciers résiduels.

Cette vision, très particulière, procède de deux courants principaux : la théorie financière néo-classique et la théorie de l'agence issue notamment des travaux de Jensen et Meckling (1976).

1.2.1. Les réponses de la théorie financière néo-classique

Dans la vision financière traditionnelle née notamment des travaux d'Irving Fisher et de Modigliani et Miller, puis enrichie par les différents modèles d'évaluation du risque, les questions relatives à l'émergence des opportunités d'investissement sont occultées (Charreaux 2001). Parmi les composantes de la fonction entrepreneuriale précédemment évoquées, seule la fonction d'assumption du risque, lequel est présumé évaluable, subsiste dans le modèle.

Par ailleurs, la notion même de conflit d'intérêts entre acteurs n'apparaît pas. Les créanciers sont rémunérés au taux sans risque, il n'y a pas de risque de faillite et les dirigeants sont censés gérer uniquement dans l'intérêt des actionnaires. Ces derniers se limitent à apporter des capitaux financiers et ils sont, par hypothèse, les seuls créanciers résiduels. *Ex*

ante, ils exigent un taux de rentabilité d'équilibre ajusté pour le risque ; *ex post*, ils assument le risque, sachant qu'en moyenne, ils perçoivent une rémunération égale au taux d'équilibre *ex ante*. Dans ce modèle, très réducteur, la question de la répartition des fonctions entrepreneuriales disparaît car seule subsiste la fonction d'assomption du risque sous une forme simplifiée. Il en est de même de la question de l'appropriabilité, les actionnaires étant les seuls créanciers résiduels. Dans cette modélisation, qui ignore l'incertitude, la fonction assumptive se limite au risque évaluable. Le résidu ne trouve son origine que dans l'écart entre la rentabilité réalisée – qui correspond à une éventualité issue de la distribution de probabilité postulée – et la rentabilité anticipée. En moyenne, les marchés permettant une évaluation du risque à l'équilibre, l'actionnaire-investisseur financier reçoit la juste compensation du risque supporté.

Remarquons, que les modèles d'évaluation – notamment de la valeur créée – fondés sur la valeur actionnariale reposent implicitement sur ce schéma dans la mesure où ils supposent que la valeur créée *ex post* est égale au résultat économique réalisé moins le coût d'opportunité des capitaux financiers investis, évalué en multipliant le montant de ces capitaux par le coût moyen pondéré du capital. Dans ce dernier, la composante coût des fonds propres – le taux de rentabilité requis par les actionnaires – est évaluée au moyen du Modèle d'équilibre des actifs financiers (né des travaux de Sharpe, Lintner et Mossin) qui permet d'évaluer la prime de risque requise en fonction du risque systématique mesuré par le coefficient bêta. Ce faisant, on suppose que les hypothèses – absence d'asymétrie d'information, nullité des coûts de transaction, homogénéité des anticipations,... – permettant la construction du Medaf, sont respectées.

1.2.2. Les réponses apportées par la théorie de l'agence

Au-delà de la théorie financière néo-classique, la vision juridico-financière dominante s'appuie également sur la théorie de l'agence, dont l'origine est souvent attribuée aux travaux de Jensen et Meckling (1976), sans d'ailleurs que les questions posées par les incohérences existant entre la théorie financière néo-classique standard et le modèle financier de l'agence soient véritablement résolues, en particulier, la question de l'évaluation du coût du capital. Comment évolue la représentation, très particulière, de la fonction entrepreneuriale avec l'apparition de la théorie de l'agence, c'est-à-dire avec la prise en compte des problèmes liés aux conflits d'intérêts et à l'asymétrie d'information entre acteurs ?

Même si Jensen et Meckling s'inspirent à l'origine de la démarche d'Alchian et Demsetz, notamment pour définir la firme comme *noeud* de contrats, la réponse qu'ils

apportent, à travers le modèle explicatif des structures de financement et d'actionnariat⁸ qui figure dans leur article, est assez différente.

Ce modèle, fondé sur les hypothèses – réalistes – d'asymétrie d'information et de conflits d'intérêts entre le dirigeant-proprétaire, les nouveaux actionnaires et les créanciers financiers, part du cas d'une firme entrepreneuriale. Un entrepreneur propriétaire à 100% de son entreprise doit ouvrir son capital pour poursuivre son développement. Il n'abandonne aux nouveaux actionnaires qu'une part très faible de ses prérogatives. Seule la fonction de financement et d'assomption du risque – lequel reste supposé évaluable – est cédée de façon partielle. A la suite de l'ouverture du capital, une relation d'agence est créée : le dirigeant est censé devenir « l'agent » des nouveaux actionnaires. De façon analogue, si le financement se fait par dette financière, une autre relation d'agence émerge entre les actionnaires (y compris le dirigeant-proprétaire) et les créanciers financiers. La structure de financement optimale émerge comme moyen de minimiser les coûts d'agence liés aux conflits d'intérêts entre dirigeant-actionnaire, nouveaux actionnaires et créanciers financiers. Les coûts d'agence représentent la perte de valeur relativement à une situation idéale où il n'y aurait pas d'asymétrie d'information et de conflits d'intérêts.

Au-delà d'une fonction partielle de financement, les (nouveaux) actionnaires n'assument aucune fonction managériale ou perceptible. Ces dernières sont censées rester l'apanage du dirigeant. La principale modification par rapport au modèle financier traditionnel est que les conflits d'intérêts liés aux problèmes d'appropriabilité des flux peuvent entraîner des choix sous-optimaux par rapport à un ensemble d'opportunités qui reste exogène. Autrement dit, on perd la propriété de séparabilité entre investissement et financement⁹, cependant le financement en tant que tel n'a aucune influence sur les opportunités perçues ou construites, sauf à dire que les dirigeants freinent leur recherche de nouvelles opportunités¹⁰. Cette dernière formulation, pour être véritablement cohérente avec le cadre théorique utilisé, supposerait que les auteurs fassent la différence entre information et

⁸ En quelque sorte, « victime » de son positionnement financier, la contribution de l'article Jensen et Meckling est souvent sous-évaluée. L'ambition des auteurs, à l'origine, est de fonder une théorie des organisations et le modèle financier, assez réducteur de leur démarche (notamment dans sa construction), ne constitue qu'une première application d'une théorie beaucoup plus générale (voir Charreaux, 1999).

⁹ Selon Jensen et Meckling (1976, p. 333) « *We believe the existence of agency costs provide stronger reasons for arguing that the probability distribution of future cash flows is not independent of the capital or ownership structure* ».

¹⁰ Cette formulation est d'ailleurs utilisée explicitement par Jensen et Meckling (1976, p. 313) « *...it is likely that the most important conflict arises from the fact that as the manager's ownership claim falls, his incentive to devote significant effort to create activities such as searching out new profitable ventures fall.* »

connaissance, et entre maximisation et recherche de valeur¹¹, ce qu'ils ne font pas explicitement. La question de la structure de propriété (ou plus généralement de financement) reste exclusivement une question d'appropriabilité posée en termes d'arbitrage entre bénéfices privés pour le dirigeant-actionnaire et la part de la valeur de la firme qui lui revient en fonction des possibilités de développement liées aux financements externes et des coûts d'agence associés à ces mêmes financements.

Précisons que, dans ce modèle, le dirigeant semble être le seul véritable créancier résiduel, puisqu'en raison des hypothèses d'anticipations rationnelles et d'efficience des marchés, les autres apporteurs de capitaux (actionnaires ou créanciers) sont rémunérés à un taux intégrant le risque (supposé évaluable) supporté en raison des avantages informationnels des dirigeants. La fonction d'évaluation assurée par les marchés fait que le dirigeant-actionnaire supporte les conséquences des coûts d'agence et qu'*in fine*, l'objectif de maximisation de la valeur des fonds propres conduit à assurer la convergence des intérêts contradictoires et à satisfaire l'ensemble des acteurs du modèle.

Il faut ajouter que la notion traditionnelle de relation d'agence au sens où il y a un principal bien identifié – les actionnaires – et un agent, également bien identifié – le dirigeant – à qui est délégué la gestion n'intervient pas véritablement dans cette modélisation¹². L'initiative vient de l'entrepreneur qui a besoin de capitaux externes pour poursuivre sa croissance. Il est finalement contraint de respecter l'objectif de maximisation de valeur actionnariale car le marché financier, supposé efficient, assume la fonction disciplinaire. Si l'entrepreneur abuse de sa situation, il se pénalise lui-même en cédant ses titres à un cours inférieur dans la mesure où les actionnaires auront «rationnellement» anticipé le niveau de ses prélèvements non pécuniaires (bénéfices privés). Comme le montrent Jensen et Meckling, tant l'entrepreneur-actionnaire que les apporteurs de capitaux ont intérêt à mettre en œuvre des activités de surveillance et de dédouanement (audit, systèmes de contrôle et d'incitation...) de façon à réduire l'ampleur des coûts d'agence.

¹¹ Pour une reconnaissance récente, au sein de la théorie positive de l'agence, de cette distinction entre maximisation et recherche de la valeur, voir Jensen (2001) « *We must not confuse optimization with value creation or value seeking. To create value we need to know exactly where and what maximum value is, but only how to seek it, that is how to institute changes and strategies that cause value to rise.* » En fait, le cadre théorique de la théorie positive de l'agence semble ainsi s'écarter de plus en plus du cadre néo-classique standard, ainsi que de la théorie principal-agent (théorie normative de l'agence). La notion de recherche de valeur rapproche la théorie positive de l'agence des approches économiques évolutionnistes.

¹² Jensen et Meckling (1976, p. 309) écrivent d'ailleurs très explicitement dans leur article que le sens de la relation importe peu « *Note also that agency costs arise in any situation involving cooperative effort (such as the co-authoring of this paper) by two or more people even though there is no clear cut principal-agent relationship.* »

L'apport central de ce modèle a été de montrer que l'émergence de la structure de propriété (ou de financement) pouvait être expliquée comme résultant de la réduction des coûts d'agence en vue de maximiser la valeur actionnariale, sous l'hypothèse d'un fonctionnement efficient des marchés financiers. La séparation fonctionnelle n'étant cependant que très partielle – l'entrepreneur reste un actionnaire important – l'intérêt du modèle consiste surtout en la réponse qu'il apporte au problème de l'appropriabilité, réponse qui s'appuie sur le rôle du marché financier.

L'article de Fama (1980) constitue une autre contribution fondamentale à la vision de la structure de propriété et de la gouvernance associée à la théorie de l'agence. Contrairement à l'article de Jensen et Meckling, le type de firme qu'il considère est une firme managériale où la séparation propriété/management est supposée totalement réalisée. Cette séparation se traduit par la dissociation complète des fonctions managériale et d'assomption du risque. Même si l'auteur fait référence à l'analyse d'Alchian et Demsetz, l'aspect cognitif lié aux fonctions managériale et perceptive, très présent chez ces derniers, n'est jamais évoqué de façon explicite¹³. A la différence, par exemple, de Von Mises (1985) qui distingue très clairement, les fonctions accomplies par l'entrepreneur de celles du manager, Fama ne conserve que la distinction entre la fonction managériale et celle d'assomption du risque, réduit au risque assumé par les apporteurs de capital financier (actionnaires et obligataires). Fortement influencé par la théorie du portefeuille, donc retenant une conception du risque dans laquelle ce dernier est probabilisable et évaluable, Fama s'appuie sur la réduction du risque permise par la diversification pour conclure que les actionnaires petits porteurs se désintéressent du contrôle direct des managers. Sur ce point, en raison de la nature managériale de la firme, il se sépare de l'analyse de Jensen et Meckling qui porte sur une firme entrepreneuriale. S'en suit une analyse très novatrice et très complète du système de gouvernance qui attribue prioritairement au marché des dirigeants la fonction centrale de discipliner les managers, ce marché étant secondé par un certain nombre d'autres mécanismes (le marché financier, le conseil d'administration, le marché des prises de contrôle...)¹⁴.

¹³ La description que fait Fama (1980, p. 290) de la fonction managériale est la suivante « *Management is a type of labor but with a special role – coordinating the activities of inputs and carrying out the contracts agreed among inputs, all of which can be characterized as 'decision making'* ».

¹⁴ Pour Fama (1980, p. 295) « *The viability of the large corporation with diffuse security ownership is better explained in terms of a model where the primary disciplining of managers comes through managerial labor markets, both within and outside of the firm, with assistance from the panoply of internal and external monitoring devices that evolve to stimulate the ongoing efficiency of the corporate form, and with the market for outside takeovers providing discipline of last resort.* »

Finalement, vraisemblablement en raison de la forte influence de la théorie financière néo-classique, la théorie de l'agence a également perdu de vue la composante cognitive des fonctions managériale et perceptive. De même, l'influence de la théorie financière standard a conduit à retenir une conception du risque « évaluable » au détriment de la notion d'incertitude. La première question de la répartition des différentes composantes de la fonction entrepreneuriale a donc reçu une réponse simpliste, dans laquelle les dimensions cognitives sont ignorées. Le démantèlement de la fonction entrepreneuriale se résume aux fonctions assumptive et managériale et conduit pour des raisons d'efficacité à les attribuer, dans les grandes sociétés managériales, respectivement aux apporteurs de capital financier et aux managers. Cette spécialisation fonctionnelle se justifie car elle serait nécessaire à l'exploitation efficace, par décentralisation des décisions, de l'information/connaissance, fortement diffuse dans les grandes organisations complexes (Fama et Jensen, 1983a et b). Quant à la question de la répartition, la disparition de la notion d'incertitude et le caractère évaluable du risque rendent non pertinente l'éventualité d'une distinction entre la rémunération de l'assomption du risque et celle de l'incertitude. Enfin, les hypothèses posées sur l'efficacité des différents marchés des facteurs de production et, notamment, du marché financier conduisent à faire du critère de maximisation de la valeur actionnariale, le seul critère d'évaluation de la performance.

2. Les conséquences de la prise en compte du rôle cognitif des actionnaires sur la structure de propriété et la gouvernance

L'explication dominante de la structure de propriété proposée par les modèles financiers provient d'un schéma où la contribution des actionnaires n'est que financière et où la structure de propriété (de financement) s'explique uniquement par des aspects liés à l'appropriabilité, cette dernière se résumant à un conflit entre petits porteurs et actionnaire dominant (identifié ou non au dirigeant). Cette formulation a conduit à centrer l'analyse de la gouvernance sur le bon fonctionnement des marchés financiers et sur les conditions permettant d'éviter la spoliation des petits porteurs, notamment sur la transparence de l'information et les mécanismes légaux censés assurer la protection des petits porteurs.

Une importante littérature – qui a débouché sur ce qu'on peut appeler la théorie juridique de la structure de propriété – illustrée notamment par les travaux de La Porta et al. (1997, 1998, 1999 et 2000) tend ainsi à associer le développement des marchés financiers à la protection des petits actionnaires et à prétendre que le facteur déterminant de la structure de

l'actionnariat, analysée sous la seule dimension de la concentration (ou de la dispersion), est la qualité de la législation visant à protéger les petits porteurs.

Une critique importante de cette approche a été proposée par Roe (2001, 2002b). Cette critique peut être qualifiée d'« interne » car elle reste fidèle aux hypothèses standards faites quant au rôle des actionnaires et à la perspective disciplinaire de la gouvernance.

Même si notre propre critique, qui aboutit à prendre en compte les dimensions cognitives, s'appuie sur une argumentation différente, nous allons, premièrement, présenter le modèle utilisé par Roe car nous nous appuyerons sur lui pour construire un modèle élargi de la structure de propriété. Deuxièmement nous montrerons comment la prise en compte du rôle cognitif des actionnaires, c'est-à-dire principalement de la dimension perceptive de la fonction entrepreneuriale qu'ils continuent d'exercer, au moins partiellement, dans de nombreux cas, permet d'élaborer un modèle de la structure de propriété qui dépasse les explications juridico-financière et politique. Enfin, et troisièmement, nous verrons comment cette modélisation s'inscrit dans une conception élargie de la gouvernance qui ajoute une dimension cognitive à la dimension disciplinaire traditionnelle.

2.1. La critique politique de la vision juridico-financière

Pour présenter sa critique de la vision juridico-financière dominante, Roe (2002b) propose un modèle qui retient les variables suivantes :

V est la valeur de la société quand la propriété est détenue par un actionnaire dominant, c'est-à-dire en supposant que les coûts d'agence sont nuls. V est supposée indépendante de la structure de propriété. Le plus souvent, à l'instar de Jensen et Meckling, on suppose que la diffusion du capital permet, grâce au desserrement de la contrainte de financement, de réaliser d'autres opportunités d'investissement parmi l'ensemble des opportunités existant¹⁵. Le modèle peut être aisément adapté pour prendre en compte cet aspect. Il suffit d'introduire V_D le supplément de valeur créée grâce à la diffusion du capital en raison des possibilités de financement accrues. Ce supplément est anticipé par le marché financier à l'annonce de la cession. Précisons que ce gain de valeur n'est pas dû à une modification de l'ensemble des opportunités mais à la possibilité de réaliser davantage

¹⁵ Il est également possible, même en l'absence de contrainte de financement, que certaines opportunités d'investissement rentables soient non réalisées (hypothèse de sous-investissement), en raison des objectifs personnels du dirigeant ou, encore, que des investissements non rentables soient entrepris (hypothèse de surinvestissement), pour les mêmes raisons. Le second cas correspond, en particulier, à l'existence d'un *free cash-flow* tel que le définit Jensen (1986).

d'investissements parmi les opportunités existantes. Les effets cognitifs sont ignorés dans ce cadre.

C_{CS} les coûts supportés par les actionnaires dominants en raison de la détention du bloc de contrôle (perte de liquidité, diversification non optimale, efforts déployés...).

B_{CS} les bénéfices privés que peut s'approprier l'actionnaire dominant et dont le niveau est limité par le cadre juridique et réglementaire. Autrement dit, un système juridique performant permet de limiter la spoliation des petits porteurs en réduisant les bénéfices privés que peut s'approprier l'actionnaire dominant.

A_M les coûts d'agence « managériaux » associés aux « erreurs décisionnelles » des dirigeants et évitables au moyen d'une propriété concentrée. Roe opère une distinction au sein des coûts d'agence en distinguant les pertes de valeur liées aux agissements opportunistes (de l'actionnaire dominant qui détient le pouvoir) contrôlables de façon légale et réglementaire, de celles dues aux erreurs de gestion qui ne peuvent être maîtrisées par les mécanismes légaux. La principale différence entre les deux types de pertes de valeur relève du caractère légal ou non du comportement à l'origine de la perte de valeur. En raison du cadre théorique auquel fait référence Roe, la notion d'erreur de gestion qu'il retient, nous semble devoir être interprétée indépendamment de toute considération cognitive¹⁶. Il s'agit de décisions managériales « erronées » dans le sens où les dirigeants ne prennent pas les décisions optimales – il y a par exemple sous ou surinvestissement – pour les actionnaires. Ces erreurs sont commises uniquement en raison des divergences d'intérêts entre dirigeants et actionnaires et non de schémas cognitifs inadaptés. Il s'agit d'erreurs liées à une mauvaise exploitation des opportunités existantes, ce qui exclut que les coûts d'agence managériaux, dans ce schéma, soient liés à l'incapacité à innover ou à percevoir de nouvelles opportunités. Ces erreurs subsistent car, du fait de l'asymétrie d'information, les actionnaires ne peuvent totalement les éliminer. De façon à éviter la confusion avec les coûts d'agence managériaux d'origine cognitive qui seront introduits ultérieurement, ces coûts seront dénommés « coûts d'agence managériaux informationnels » et notés A_{MI} .

Pour Roe, en supposant que la situation de dominance s'obtienne avec 50% du capital (on peut aisément généraliser avec un seuil quelconque permettant d'assurer le contrôle), la concentration de la propriété perdure si :

$$V/2 + B_{CS} - C_{CS} > (V - A_{MI})/2 \quad (1)$$

¹⁶ Cette interprétation semble s'imposer car Roe ne fait référence qu'au courant disciplinaire de la gouvernance.

Autrement dit si $B_{CS} + A_{MI}/2 > C_{CS}$, c'est-à-dire si les bénéfices privés augmentés de la moitié des coûts d'agence informationnels économisés en cas de maintien de la concentration du capital sont supérieurs aux coûts de détention du bloc. Roe en déduit que la théorie juridique est incomplète car elle ignore les coûts d'agence managériaux informationnels. Il montre en particulier que, dans le cadre de la seule théorie juridique (pour laquelle les coûts A_{MI} sont supposés nuls), la condition se résume à $B_{CS} > C_{CS}$.

Si on élargit le modèle pour prendre en compte l'éventuel supplément de valeur lié à la diffusion V_D , on obtient :

$$V/2 + B_{CS} - C_{CS} > (V + V_D - A_{MI})/2 \quad (2)$$

Et la condition devient : $B_{CS} + A_{MI}/2 > C_{CS} + V_D/2$. Le propriétaire-dirigeant conserve le contrôle si la somme des bénéfices privés et de l'économie de coûts d'agence managériaux informationnels est supérieure à celle des coûts de détention du bloc et de la moitié du supplément de valeur créé grâce à la diffusion¹⁷.

A partir de ce modèle, Roe (2002b) montre que les niveaux de primes de contrôle – le supplément de prix payé par les actionnaires pour acquérir le bloc de contrôle relativement au cours précédant la cession du bloc –, observés dans les différents pays, ne peuvent s'expliquer uniquement en fonction de l'appropriation des bénéfices privés et du contrôle de ces bénéfices par la qualité de la législation. Il conteste ainsi le schéma de causalité proposé par la théorie juridique puisque les mécanismes juridiques ne peuvent agir sur les coûts d'agence managériaux informationnels. Roe propose alors une explication politique de la persistance de la concentration de la propriété en Europe continentale en avançant, comme principal facteur explicatif, les freins à la réduction des coûts d'agence informationnels associés au caractère social démocrate de nombreux régimes politiques. Ces freins s'opposent à la mise en oeuvre des mesures traditionnelles – dans le courant de la gouvernance financière fortement ancré dans la tradition anglo-saxonne – supposées permettre la réduction des coûts d'agence

¹⁷ On remarquera que ce modèle suppose que les coûts d'agence managériaux informationnels ne surviennent qu'en présence d'un actionnariat dispersé, c'est-à-dire qu'il n'y a pas de conflits d'intérêts entre actionnaires dominants et dirigeants. Implicitement, soit les actionnaires dominants et les dirigeants sont supposés être les mêmes personnes, soit les actionnaires dominants sont à même de contrôler parfaitement les dirigeants. Une adaptation du modèle serait possible pour rendre compte de l'existence d'un conflit d'intérêts entre actionnaires dominants et dirigeants, situation relativement fréquente dans la réalité, y compris dans certaines firmes familiales. Cela conduirait à faire intervenir des coûts d'agence managériaux informationnels, y compris en présence d'un actionnaire dominant. Mais ces coûts seraient moins importants puisque le dirigeant serait plus aisément contrôlé par l'actionnaire dominant.

managériaux informationnels telles qu'un marché actif des prises de contrôle hostiles, des rémunérations incitatives, le *downsizing*, les normes actionnariales, la transparence des comptes...

Selon ce schéma, l'incapacité à réduire A_{MI} dans les sociales démocraties conduit à ce que la condition $B_{CS} + A_{MI}/2 > C_{CS}$ reste satisfaite et que la séparation propriété/management ne puisse se produire. Dans ce cas, l'explication proposée repose donc sur l'incapacité de certains systèmes politiques d'Europe continentale à réduire efficacement les coûts d'agence managériaux informationnels¹⁸.

Ce modèle, intéressant, dans la mesure où il permet de montrer clairement certaines limites de l'approche juridico-financière dominante, a lui-même un pouvoir explicatif partiel car il ne permet pas d'expliquer de façon satisfaisante la variété des types d'actionnaires dominants. Ce résultat s'explique en raison de la représentation de la fonction entrepreneuriale et des coûts d'agence managériaux, qui fait abstraction de toute considération cognitive.

Dans ce modèle, qui s'appuie sur la représentation économico-financière traditionnelle, la structure de propriété n'a pas d'influence sur l'ensemble des opportunités, c'est-à-dire sur V , car la composante perceptive de la fonction entrepreneuriale est ignorée. La représentation de la séparation propriété/management se réduit à affecter la fonction de financement aux petits porteurs. Quant à la fonction managériale, elle apparaît à travers les coûts d'agence managériaux informationnels mais, là aussi, de façon superficielle, dans la mesure où la notion d'erreur de gestion, dans cette perspective, se résume à une exploitation sous-optimale des opportunités d'investissement par les dirigeants, dictée par les conflits d'intérêts et indépendamment de toute considération cognitive.

2.2. Rôle cognitif de l'actionnaire et structure de propriété

Le dépassement de la vision juridico-financière, par la prise en compte des dimensions managériales et perceptives de l'actionnariat, conduit à une explication différente des structures de propriété.

Pour préciser quel peut être l'apport d'une telle prise en compte, notamment pour analyser la diversité des types d'actionnaires dominants, nous allons, dans un premier temps,

¹⁸ Un tel modèle suppose l'inefficacité comparative des sociales démocraties ce qui, bien entendu, pose à terme le problème de la survie de ces systèmes, sauf à évoquer la possibilité (ce que fait d'ailleurs Roe) qu'ils présentent par ailleurs des avantages, en économisant des coûts d'agence dans les relations avec les autres parties prenantes (les salariés notamment) en raison de la meilleure prise en compte de leurs intérêts. Cet aspect, cependant, n'est pas intégré explicitement dans le modèle. Il pourrait l'être assez facilement.

modifier le modèle proposé par Roe en supposant que le dirigeant-proprétaire cède son bloc de contrôle à un actionnaire dominant de type industriel, une autre société par exemple, car il recherche certaines compétences managériales et perceptives. Dans un second temps, nous proposerons un certain nombre de prédictions qui peuvent être déduites de ce modèle.

2.2.1. Un modèle de la structure de propriété élargi aux considérations cognitives

Les modifications portent notamment sur les deux points suivants :

(1) La valeur V représentant l'ensemble des opportunités évolue en fonction de l'influence cognitive de l'actionnaire dominant. Cette influence se manifeste à travers deux facteurs :

V_C le supplément de valeur lié à l'apport cognitif du nouvel actionnaire, dû aux compétences supplémentaires et fonction des anticipations du marché. Pour simplifier, on supposera qu'il s'agit des nouvelles opportunités rendues possibles grâce aux compétences et à la vision du nouvel actionnaire dominant. L'ensemble des opportunités est élargi. La considération de ce type de gain revient à introduire une dimension d'efficacité dynamique¹⁹, liée notamment à la capacité d'innovation.

A_{MC} les coûts d'agence managériaux cognitifs associés aux conflits cognitifs potentiels entre le dirigeant ancien propriétaire et le nouvel actionnaire dominant. Il s'agit de coûts d'agence d'un type différent des coûts informationnels. Ils trouvent leur origine non pas dans les conflits d'intérêts mais dans les conflits cognitifs liés, par exemple, à la capacité plus ou moins grande de l'ancien dirigeant (s'il reste en place) à exploiter les nouvelles opportunités productives et à opérer la coordination des nouvelles ressources et compétences apportées par l'actionnaire industriel dominant. On peut certes prétendre que si l'ancien dirigeant est remplacé par un nouveau dirigeant nommé par le nouvel actionnaire ces coûts disparaissent. Cette conclusion, cependant, nous semble à écarter car, d'une part, on se prive ainsi des compétences et de la vision de l'ancien dirigeant, notamment de sa connaissance interne de la firme, d'autre part, des conflits cognitifs subsistent, entre le nouveau dirigeant et le reste du personnel restant en place.

(2) La modification du niveau des coûts d'agence managériaux informationnels (sans dimension cognitive) qui subsistent entre le nouvel actionnaire dominant et l'ancien dirigeant propriétaire (s'il conserve son poste) ou le nouveau dirigeant nommé par

¹⁹ Pour une présentation plus approfondie de la notion d'efficacité dynamique, empruntée à l'approche économique évolutionniste, voir, par exemple, Dosi (1990), North (1990) et Langlois et Robertson (1995).

l'actionnaire dominant. Ces coûts d'agence sont désignés par A_{MI}^{Ind} (Ind pour industriel). Ils sont vraisemblablement inférieurs à ce qu'ils seraient avec un actionnariat totalement dispersé, c'est-à-dire à A_{MI} , car l'actionnaire dominant est mieux à même d'évaluer le comportement du dirigeant en raison de sa compétence : l'asymétrie d'information est moins forte.

On suppose, par ailleurs, pour simplifier, que seul le nouvel actionnaire dominant peut s'approprier les bénéfices privés et qu'il a également la surface financière suffisante pour financer l'ensemble des opportunités existant avant la cession du bloc de contrôle afin de bénéficier du supplément de valeur V_D créé par la réalisation des anciennes opportunités d'investissement, non réalisées faute du financement nécessaire.

Sous ces nouvelles hypothèses, l'actuel dirigeant-proprétaire conserve son bloc de contrôle si :

$$V/2 + B_{CS} - C_{CS} > (V + V_D + V_C - A_{MC} - A_{MI}^{Ind})/2 \quad (3)$$

C'est-à-dire si :

$$B_{CS} - C_{CS} > [(V_C - A_{MC})/2] + [(V_D - A_{MI}^{Ind})/2] \quad (4)$$

Autrement dit, si le bénéfice net privé tiré du contrôle du bloc reste supérieur à la somme du gain cognitif associé à la cession au nouvel actionnaire dominant et au supplément de valeur issu de l'élargissement des possibilités de financement minoré des coûts d'agence managériaux informationnels.

Une autre formulation peut être associée à l'inégalité remaniée :

$$B_{CS} + (A_{MI}^{Ind} + A_{MC})/2 > C_{CS} + (V_D + V_C)/2 \quad (5)$$

Selon cette relation, le dirigeant-proprétaire conserve la propriété du bloc si la somme des bénéfices privés, des économies de coûts d'agence managériaux informationnels et cognitifs (proportionnellement au pourcentage de propriété) est supérieure à celle du coût de la détention du bloc et des avantages financiers et cognitifs liés à la cession du bloc

A partir de ce schéma, on peut confronter également ce cas de cession à un actionnaire dominant industriel au cas traditionnel de la cession à des petits porteurs étudié par Roe.

La cession à un actionnaire dominant de type industriel (apportant des compétences cognitives) est préférable à une cession sur le marché à des petits porteurs si²⁰ :

$$(V_C - A_{MC}) > (A_{MI}^{Ind} - A_{MI}) \quad (6)$$

Précisons que vraisemblablement $A_{MI}^{Ind} < A_{MI}$, ce qui implique que $A_{MI}^{Ind} - A_{MI}$ est négatif.

Selon cette condition, la cession du bloc à un actionnaire industriel sera préférable dans deux cas :

– s’il y a un gain cognitif net avec $V_C > A_{MC}$ et si on suppose que les coûts d’agence managériaux sont plus faibles avec un contrôle exercé par un actionnaire dominant industriel, c’est-à-dire si $A_{MI}^{Ind} < A_{MI}$;

– s’il y a une perte cognitive nette ($V_C < A_{MC}$), dans la mesure où cette dernière reste inférieure au différentiel de coûts d’agence informationnels, autrement dit si le gain lié à l’efficacité supérieure du contrôle par l’actionnaire dominant industriel, qui se traduit par une économie de coûts d’agence informationnels, fait plus que compenser la perte cognitive.

La cession du contrôle à des investisseurs financiers institutionnels²¹, plutôt qu’à un actionnaire industriel, peut être traité comme un cas particulier de ce modèle, en supposant que ces actionnaires n’ont pas d’apport cognitif²² (V_C est égale à 0). En revanche, ils créent des conflits cognitifs en raison des contraintes qu’ils imposent aux dirigeants en matière de conception et de mise en œuvre de la stratégie, par exemple en exigeant une focalisation sur le cœur de métier. Les coûts cognitifs nés de ces conflits sont de A_{MC}^{II} (II pour investisseurs institutionnels). Il est également vraisemblable que le niveau de contrôle que ces investisseurs exercent implique un niveau différent de coûts d’agence managériaux informationnels A_{MI}^{II} .

On montre que le dirigeant aura plus intérêt à céder son bloc de contrôle à des actionnaires institutionnels plutôt qu’à des actionnaires industriels si²³ :

²⁰ La condition résulte de la simplification de la condition $(V + V_D + V_C - A_{MC} - A_{MI}^{Ind})/2 > (V + V_D - A_{MI})/2$.

²¹ On peut assimiler aux actionnaires institutionnels tous les investisseurs qui ont une stratégie purement financière dans le sens où ils n’apportent pas de ressources managériales ou perceptives. En ce sens, on peut assimiler aux institutionnels, les holdings purement financiers et les actionnaires pratiquant une stratégie strictement conglomérale.

²² Dans le cas contraire, on retrouve la même formulation qu’avec l’actionnaire industriel.

²³ La condition résulte de la simplification de la condition générale : $(V + V_D - A_{MC}^{II} - A_{MI}^{II})/2 > (V + V_D + V_C - A_{MC} - A_{MI}^{Ind})/2$.

$$V_C - (A_{MC} + A_{MI}^{Ind}) < - (A_{MC}^{II} + A_{MI}^{II}) \quad (7)$$

Le second membre de cette inégalité étant négatif, cette situation ne se produira que si la somme des coûts ($A_{MC} + A_{MI}^{Ind}$) est plus importante que le gain cognitif V_C , à un niveau suffisamment élevé pour que la cession à l'actionnaire industriel soit dominée par le transfert du contrôle aux institutionnels. *A priori*, cette condition impliquerait que les coûts d'agence cognitifs et informationnels soient significativement plus importants dans le cas d'une cession à un actionnaire industriel.

Le tableau 1 présente les conditions correspondant à un transfert de la propriété par le dirigeant-proprétaire selon les trois cas de cession étudiés : cession à des petits porteurs, à un actionnaire industriel dominant ou à un actionnaire institutionnel dominant. Ces trois cas peuvent s'interpréter comme correspondant à un passage de la propriété personnelle ou familiale à une propriété dispersée, à une propriété dominée par un actionnaire industriel ou à une propriété dominée par un actionnaire institutionnel.

Tableau 1 : Les conditions d'un transfert de la propriété personnelle

	Propriété personnelle à propriété dispersée entre des petits porteurs	Propriété personnelle à propriété dominée par un actionnaire industriel	Propriété personnelle à propriété dominée par un actionnaire institutionnel
Condition de passage	$B_{CS} - C_{CS} < (V_D - A_{MI})/2$	$B_{CS} - C_{CS} < [(V_C + V_D) - (A_{MI}^{Ind} + A_{MC})]/2$	$B_{CS} - C_{CS} < [V_D - (A_{MI}^{II} + A_{MC}^{II})]/2$
Signification	Le gain privé net est inférieur au supplément de valeur lié aux possibilités élargies de financement diminué des coûts d'agence managériaux à concurrence de 50%	Le gain privé net est inférieur à 50% du supplément de valeur lié au gain cognitif et aux possibilités élargies de financement diminué des coûts d'agence managériaux informationnels et cognitifs.	Le gain privé net est inférieur à 50% du supplément de valeur lié aux possibilités élargies de financement diminué des coûts d'agence managériaux informationnels et cognitifs.

Bien entendu, ces cas ne sont que les plus typiques et il serait possible de poursuivre l'investigation afin d'identifier les conditions correspondant aux structures plus complexes, observées dans la réalité.

Pour récapituler, selon la modélisation proposée, les déterminants de la structure de propriété sont :

. B_{CS} les bénéfices privés associés au contrôle supposés contraints et gérables par le cadre légal et réglementaire ;

- . C_{CS} le coût associé à la détention du bloc de contrôle ;
- . V_D le surcroît de valeur lié à la possibilité de financer les opportunités d'investissement existantes par desserrement de la contrainte financière ;
- . V_C le surcroît de valeur procuré par les nouvelles opportunités d'investissement apportées par les capacités cognitives des nouveaux actionnaires. Seul l'actionnaire industriel est supposé pouvoir créer de la valeur par cette voie ;
- . A_{MC} les coûts d'agence managériaux cognitifs associés à la modification de la structure de propriété. L'ampleur des coûts cognitifs dépend vraisemblablement de la nature, industrielle ou financière, du nouvel actionnaire dominant et de la proximité de son activité relativement à celle de la firme dont le contrôle a été cédé ;
- . A_{MI} les coûts d'agence managériaux informationnels liés à une exploitation sous-optimale des opportunités existantes en raison d'erreurs de gestion (non liées à la perception de nouvelles opportunités). Dans ce cas également, leur ampleur varie selon la nature et l'expertise de l'actionnaire à qui le contrôle a été cédé. On peut néanmoins présumer que les coûts d'agence managériaux informationnels seront moins importants si le dirigeant est contrôlé par un actionnaire dominant industriel plutôt que par un institutionnel et, a fortiori, par des petits porteurs dispersés et sans expertise. Si l'ancien dirigeant reste en fonction, l'expertise de l'actionnaire industriel permet *a priori* un contrôle plus efficace ; s'il s'agit d'un nouveau dirigeant nommé par l'actionnaire industriel, ce dirigeant aura souvent été formé dans le groupe contrôlé par l'actionnaire et au sein duquel il fait carrière, ce qui, là également, devrait faciliter le contrôle.

Précisons que ces différents gains et coûts ne sont pas nécessairement indépendants, en particulier :

- Les gains cognitifs V_C peuvent être dépendants de façon non linéaire des coûts d'agence managériaux cognitifs A_{MC} . Cette hypothèse est plausible car la capacité d'innovation est habituellement fonction de la diversité des schémas cognitifs qui est, elle-même, génératrice de coûts cognitifs. Une absence totale de coûts cognitifs serait vraisemblablement associée à une moins grande capacité innovatrice.
- Les dimensions informationnelle et cognitive sont également vraisemblablement dépendantes dans la mesure où les mécanismes utilisés pour réduire les coûts d'agence informationnels peuvent avoir une incidence sur les dimensions cognitives. Ainsi, certains mécanismes disciplinaires visant à mieux contrôler le dirigeant et réduisant sa latitude peuvent conduire à un accroissement des coûts cognitifs.

Plus généralement, l'introduction des dimensions cognitives accroît la non-séparabilité entre l'ensemble des opportunités d'investissement et la structure de propriété. Dans la modélisation financière, issue de l'approche de Jensen et Meckling, la non-séparabilité est due uniquement aux conflits d'intérêts et aux problèmes d'appropriabilité. Elle se traduit par une exploitation sous-optimale de l'ensemble des opportunités d'investissement réputé exogène. Dans le modèle aménagé, les considérations d'appropriabilité influent sur l'émergence même de l'ensemble des opportunités d'investissement ainsi que sur l'exploitation de ces opportunités.

2.2.2. Les prédictions du modèle

La modélisation proposée, si elle recouvre en partie celle de Roe, notamment dans sa capacité à montrer les limites de la théorie juridique dominante, s'en éloigne dans la mesure où, grâce aux dimensions cognitives, elle permet des prédictions différentes et plus fines des structures de propriété.

a) Une critique des théories juridique et politique

Le modèle élargi confirme le caractère très partiel de l'explication apportée par la théorie juridique en renforçant la critique adressée par Roe. Ce modèle montre également que la concentration de la propriété peut perdurer indépendamment de l'explication politique.

Prenons le cas de la cession du bloc de contrôle à un actionnaire industriel dominant. La cession du bloc de contrôle se fait en faveur d'un actionnaire industriel dominant plutôt qu'auprès de petits porteurs si on a $(V + V_D + V_C - A_{MC} - A_{MI}^{Ind})/2 > (V + V_D - A_{MI})/2$, c'est-à-dire si $(V_C - A_{MC}) + (A_{MI} - A_{MI}^{Ind}) > 0$.

Indépendamment de toute considération cognitive, la séparation ne se produit pas si $A_{MI} - A_{MI}^{Ind} > 0$, c'est-à-dire si les coûts d'agence managériaux informationnels sont mieux contrôlés par un actionnaire dominant industriel. Certaines raisons plaident en faveur de ce résultat, en particulier, il est plausible qu'un tel actionnaire ait une meilleure capacité à évaluer les capacités du dirigeant à exploiter les opportunités d'investissement existantes. Un partisan de l'approche actionnariale de la gouvernance prétendra cependant que les évaluations fondées sur des mécanismes de marché, qui s'appuient notamment sur des critères financiers sont habituellement plus efficaces pour réduire les coûts d'agence. Dans ce dernier cas, on a $(A_{MI} - A_{MI}^{Ind}) < 0$ et la séparation devrait finir par l'emporter. Toutefois pour Roe,

dans les nations de l'Europe continentale, le contrôle par le marché ne peut s'imposer en raison des contraintes socialo-politiques qui font que $(A_{MI} - A_{MI}^{Ind})$ reste positif.

L'introduction des dimensions cognitives permet cependant de montrer que même si la discipline externe est plus efficace que la discipline interne (le cas où $A_{MI} - A_{MI}^{Ind} < 0$) et si aucune contrainte politique ne l'empêche de jouer, la concentration peut subsister pour des raisons cognitives. En particulier, si $V_C > A_{MC}$, autrement dit si l'actionnariat industriel conduit à accroître la valeur en raison de sa contribution à l'amélioration des capacités managériales et perceptives, et si cette contribution fait plus que compenser le désavantage en termes de coûts d'agence informationnels, alors l'actionnariat dominant de type industriel subsiste pour des raisons d'efficacité. La séparation ne se produit pas dans ce cas car le gain cognitif net est plus élevé que la réduction de coûts d'agence managériaux informationnels qu'on peut obtenir par ailleurs. La concentration de la propriété subsisterait ainsi dans les nations d'Europe continentale non pas en raison de l'impossibilité de réduire les coûts d'agence informationnels du fait des contraintes politiques, mais parce que, pour des raisons cognitives, cette structure serait plus efficace.

Précisons cependant que les deux explications – politique et cognitive – ne sont pas exclusives. Il est possible que la dimension politique ait une influence sur les dimensions cognitives, sans que le sens de cette incidence soit nécessairement évident. Par exemple, la liberté de licencier peut faciliter la mise en oeuvre de nouvelles opportunités d'investissement nées de l'innovation, en supprimant les résistances au changement. Inversement, elle peut également freiner l'innovation en décourageant les investissements humains spécifiques à la firme et l'implication des salariés.

Il est difficile de trancher empiriquement entre l'approche politique et l'approche cognitive sans connaître l'origine de la rente. Par exemple, Roe (2002 a et b) associe un taux de marge élevé à des coûts d'agence managériaux informationnels importants, cette profitabilité élevée étant supposée due à une faible concurrence sur le marché des biens et services en raison d'une protection réglementaire. Mais si la rente est d'origine schumpeterienne, liée à l'innovation, cette explication est contestable. Il est possible d'avoir une marge élevée avec des coûts d'agence informationnels faibles dans certains secteurs, car la profitabilité s'explique au moins autant par l'innovation que par le contrôle disciplinaire des dirigeants. Dans certains pays européens, les marges élevées ne proviennent pas d'un monopole réglementaire, ou de freins à la concurrence imposés en fonction de considérations politiques – même si une telle situation peut prévaloir dans certains secteurs –, mais d'une

excellente capacité d'innovation et de meilleures compétences. Faute de quantifier l'influence des éléments cognitifs sur la profitabilité ainsi d'ailleurs que sur la prime de contrôle, il est difficile de trancher entre les deux approches.

Enfin, les résultats empiriques trouvés par Roe (2002b), qui confortent davantage la thèse politique que la théorie juridique, ne sont pas incompatibles a priori avec la thèse cognitive, car des variables telles que le positionnement politique d'une nation, le niveau de protection de l'emploi ou, encore, l'indice d'inégalité des revenus peuvent être corrélées avec des dimensions cognitives. Ce n'est qu'en introduisant des variables permettant de mesurer les dimensions cognitives mais également l'importance des coûts d'agence managériaux informationnels, en fonction de la nature de l'actionnariat, qu'il sera possible de trancher entre les deux approches.

b) Des prédictions plus précises sur les structures de propriété

Les considérations cognitives introduites dans le modèle conduisent également à des prédictions plus précises concernant les structures d'actionnariat.

Premièrement, la théorie permet potentiellement de prédire des types de structure de propriété observés dans la réalité au-delà de la traditionnelle distinction entre structures concentrées et dispersées. Elle permet notamment, conformément aux observations de Faccio et Lang (2002), d'expliquer la présence de schémas d'actionnariat dominant de type industriel et financier à côté de l'actionnariat dominant de type personnel ou familial, et d'éviter ainsi de faire une assimilation grossière entre les différents types d'actionnariat dominant.

Deuxièmement, une telle théorie peut également contribuer à expliquer l'évolution historique des structures d'actionnariat, par exemple, l'évolution aux Etats-Unis des structures d'actionnariat dispersé vers des structures où les actionnaires institutionnels sont dominants (en regroupant les pourcentages détenus par les différents investisseurs institutionnels). L'émergence relativement récente de cette forme de propriété à partir de structures de propriété de type dispersé peut se justifier sous la condition que $(V + V_D - A_{MI})/2 < (V + V_D - A_{MI}^II - A_{MC}^II)/2$, soit, après simplification, si $(A_{MI} - A_{MI}^II) > A_{MC}^II$, c'est-à-dire si le supplément de coûts d'agence informationnels, en présence d'un actionnariat dispersé, est supérieur aux coûts d'agence cognitifs associés à la présence d'actionnaires institutionnels dominants.

Ces derniers coûts peuvent s'expliquer, par exemple, en raison de l'idéologie dominante en stratégie, favorable à la concentration sur le cœur de métier et qui conduit à une réduction du champ perceptif. On peut cependant contester cette dernière interprétation si on parvient à démontrer que la contrainte cognitive se traduit non pas par un coût mais par un

gain, ce qui signifierait que la stratégie de concentration sur le cœur de métier est nécessairement la meilleure. Par ailleurs, dans le cas américain, la théorie politique peut également trouver à s'appliquer, dans la mesure où les contraintes imposées par les législations anti-trust et bancaire ont pu décourager les évolutions vers des types d'actionnariat industriel plus fréquents en Europe ou au Japon. Une argumentation similaire peut également permettre d'expliquer l'évolution de structures d'actionnariat de type industriel vers des structures dominées par des actionnaires institutionnels et inversement.

Troisièmement, il est possible d'aboutir à des prédictions concernant le niveau de la prime de contrôle qui font intervenir d'autres déterminants que la protection légale des petits porteurs ou ceux liés à la situation politique de la nation considérée. Selon le modèle proposé, toutes choses égales par ailleurs, la prime de contrôle doit être d'autant plus élevée que le gain cognitif net ($V_C - A_{MC}$) potentiellement apporté par la cession du contrôle à l'actionnaire industriel est important. Et ce gain peut vraisemblablement trouver à s'expliquer en fonction de variables comme l'influence de la cession sur le potentiel d'innovation, les difficultés de coordination, la proximité des schémas cognitifs des dirigeants... On peut également supposer que la fiabilité des modèles d'évaluation utilisés par les acteurs du marché financier joue un rôle important dans la mesure où ces modèles servent à évaluer les gains et les pertes de nature cognitive. En ce sens, au vu de l'ampleur des erreurs d'évaluation commises lors de certaines cessions, la théorie cognitive semble plus plausible que les théories juridique et politique qui partent de l'hypothèse que les opportunités d'investissement sont connaissables au moins par certains des acteurs et que la prime ne dépend que de la capacité à contrôler les bénéfices privés et les coûts d'agence informationnels.

2.3. De la gouvernance financière à la gouvernance cognitive

La reconnaissance du rôle cognitif que peuvent jouer les actionnaires conduit directement à une critique de l'approche juridico-financière de la gouvernance. Dans cette dernière, issue de la représentation contractuelle de la firme associée notamment à la théorie de l'agence, l'objectif central du système de gouvernance est de réduire au mieux les pertes de valeur résultant soit du comportement déviant du dirigeant censé poursuivre ses propres intérêts, soit de la spoliation liée à la domination des actionnaires dominants. La source de l'efficacité de la firme dans ce courant est disciplinaire. En reprenant la distinction de Roe, il faut réduire d'une part, les inefficiences associées à l'appropriation des bénéfices privés, d'autre part, les coûts d'agence managériaux informationnels. La fonction disciplinaire du

système de gouvernance s’accomplit de façon préventive ou curative au moyen de mécanismes de contrôle et d’incitation permettant de régir au mieux les relations entre actionnaires et dirigeants ou entre actionnaires minoritaires et actionnaires dominants. Fama (1980) propose pour les firmes managériales (à actionnariat dispersé) un modèle de système de gouvernance qui est à la base de la vision dominante de la gouvernance. En nous référant à la typologie des mécanismes de gouvernance proposée par Charreaux (1997), qui repose sur deux critères – la spécificité et l’intentionnalité²⁴ –, le système de gouvernance actionnariale « à la Fama » peut être représenté comme dans le tableau 2.

Tableau 2 : La représentation actionnariale du système de gouvernance

	Mécanismes spécifiques à la firme	Mécanismes non spécifiques
Mécanismes intentionnels	Systèmes formels d’incitation et de contrôle (exemple : système de rémunération des dirigeants)	Environnement légal et réglementaire
Mécanismes spontanés	Mécanismes informels : surveillance mutuelle des dirigeants...	Marché des dirigeants Marché financier Marché des prises de contrôle Marché des biens et services

Une hiérarchie existe entre ces mécanismes. Ainsi pour Fama, le mécanisme principal est le marché des dirigeants, complété notamment par le conseil d’administration et la surveillance mutuelle des dirigeants et, en dernier ressort, par le marché des prises de contrôle. En outre, les mécanismes n’agissent pas de façon indépendante. Des phénomènes de substitution et de complémentarité interviennent, ce qui justifie qu’on parle de système de gouvernance, la discipline étant exercée de façon globale par le système et non, individuellement, par les différents mécanismes. Ce caractère systémique explique d’ailleurs vraisemblablement le caractère ambigu des résultats des nombreuses études empiriques qui cherchent à tester l’efficacité des différents mécanismes – par exemple, le conseil d’administration –, en les considérant isolément.

Même si le courant actionnarial reste dominant, la recherche en matière de gouvernance se développe actuellement selon deux axes²⁵. Le premier axe (Blair, 1995 ; Charreaux, 1995) reste inscrit dans la perspective ouverte par les théories contractuelles,

²⁴ Un mécanisme de gouvernance est réputé spécifique à la firme s’il contribue à discipliner uniquement les dirigeants de cette firme (par exemple, le conseil d’administration). Un mécanisme est intentionnel s’il a été conçu dans l’objectif de discipliner les dirigeants. Les mécanismes intentionnels s’opposent aux mécanismes spontanés qui peuvent être des mécanismes de marché par exemple.

²⁵ On trouvera une présentation plus développée des différents courants de la recherche en gouvernance dans Charreaux (2002).

l'efficience reste d'origine disciplinaire et le problème de l'appropriabilité demeure central. Toutefois, la démarche s'élargit en posant l'hypothèse que tous les partenaires de la firme (salariés, clients, fournisseurs...) supportent un risque résiduel associé à leur investissement spécifique à la firme. Le système de gouvernance s'analyse alors en supposant que l'efficience et la capacité de survie du système s'évaluent non pas en fonction de la valeur actionnariale mais de la valeur partenariale (Charreaux et Desbrières, 1998). Dans ce cas, le problème de l'appropriabilité prend une dimension plus complexe en raison de la multiplicité des partenaires et de leur contribution respective à la création de la rente organisationnelle.

Le second axe, directement lié au rôle cognitif des actionnaires, s'écarte plus radicalement de l'approche juridico-financière de la gouvernance. Il repose sur une conception différente de la firme. Celle-ci n'est plus seulement modélisée comme un ~~noyau~~ noyau de contrats mais également comme un «répertoire de connaissances», les deux conceptions n'étant pas nécessairement incompatibles. La base théorique de cette représentation diffère également. Elle puise son inspiration dans ce qu'on peut appeler les théories cognitives de la firme qui regroupent des théories relativement disparates notamment la théorie économique autrichienne, la théorie économique évolutionniste, la théorie comportementale des organisations et la théorie stratégique des ressources et compétences. Au sein de ce courant, la source de l'efficience n'est plus disciplinaire, mais cognitive. Ce qui fonde en premier l'efficience d'une firme, son aptitude à créer de la valeur, c'est sa capacité à réduire les conséquences des conflits cognitifs et à innover. Le fondement de l'efficience n'est plus de type allocatif et statique – la meilleure utilisation possible des ressources – mais de type productif, adaptatif et dynamique. L'objectif est d'assurer une création de valeur durable en particulier via la construction des opportunités de croissance. La dimension perceptive de la fonction entrepreneuriale est particulièrement importante dans ce courant qu'on peut associer à des auteurs comme Prahalad (1994) et O'Sullivan (2000). Ce courant conduit à reconsidérer le rôle de la gouvernance en fonction de sa capacité à identifier et à mettre en œuvre les investissements créateurs de valeur.

Comme l'écrit Prahalad (1994) à propos de la vision financière de la gouvernance :

« ...this traditional finance-oriented focus must be expanded to consider the quality of the relationship between management and investors, and its potential for increasing companies' effectiveness in identifying and making the most of growth opportunities. »

Dans une perspective plus large, l'approche cognitive conduit à étudier les systèmes de gouvernance en fonction de leur influence sur les dimensions cognitives de la création de valeur, la perception des opportunités de croissance, la coordination cognitive, l'apprentissage organisationnel. Bien entendu, ces différentes dimensions dépassent largement les seules relations entre les actionnaires et les dirigeants, mais, comme nous l'avons suggéré, le courant cognitif conduit également à analyser les relations entre dirigeants et actionnaires en considérant leur apport cognitif, totalement passé sous silence par l'approche financière de la gouvernance, qui réduit l'actionnaire à un simple rôle d'investisseur financier.

Tableau 3 : La représentation cognitive du système de gouvernance

	Mécanismes spécifiques à la firme	Mécanismes non spécifiques
Mécanismes intentionnels	Systèmes formels influençant la perception des opportunités, l'apprentissage organisationnel et la coordination cognitive (par exemple : le rôle cognitif du conseil d'administration ²⁶)	Environnement légal et réglementaire à travers son influence sur les aspects cognitifs
Mécanismes spontanés	Les mécanismes informels influençant la perception des opportunités, l'apprentissage organisationnel et la coordination cognitive (par exemple : les aspects cognitifs de la culture d'entreprise)	Les marchés appréhendés à travers leurs dimensions cognitives (échange et acquisition de connaissances)

Cette ouverture de la gouvernance aux dimensions cognitives, notamment dans l'analyse du rôle des actionnaires, ne doit pas, pour autant, laisser penser que les dimensions relatives aux conflits d'intérêt, à l'appropriabilité, soient *a contrario* à négliger. Les deux perspectives se complètent et peuvent s'enrichir mutuellement. Il est d'ailleurs difficile de supposer qu'on puisse analyser les questions d'appropriabilité indépendamment de la contribution des différents acteurs économiques à la création de valeur comme le suggèrent les contributions de Zingales (2000) ou Charreaux et Desbrières (1998), même si elles négligent les dimensions cognitives de cette création (Charreaux, 2001). De fait, la prise en compte des deux dimensions, disciplinaire et cognitive, conduit vers une théorie synthétique de la gouvernance (Charreaux, 2002).

Conclusion

Sous l'influence de l'analyse fondatrice de Berle et Means, le rôle de l'actionnaire a été réduit à un simple rôle d'apporteur de ressources financières et d'assomption du risque

²⁶ Pour des développements sur le rôle cognitif du conseil d'administration voir Charreaux (2000).

financier. La séparation totale de la propriété et du management invoquée par ces auteurs suppose que les actionnaires renoncent à exercer les composantes managériale et perceptive de la fonction entrepreneuriale. Au vu de la diversité des formes d'actionnariat et de la prédominance des structures d'actionnariat concentrées, cette analyse apparaît sinon erronée, du moins incomplète. Le plus souvent, les actionnaires conservent, au moins en partie, certaines prérogatives de la fonction entrepreneuriale. Ils contribuent à l'identification de perspectives d'investissement et peuvent apporter des compétences.

L'introduction de cette dimension cognitive du rôle des actionnaires conduit à une modélisation très différente de la structure de propriété qui peut permettre de justifier la diversité des structures de propriété observées dans les différentes économies nationales, diversité qu'échouent à expliquer tant la théorie juridico-financière dominante, que la théorie politique avancée par Roe.

Ce rôle cognitif reconnu aux actionnaires (tout au moins à certains d'entre eux) conduit également à élargir la théorie de la gouvernance dans la direction cognitive tant pour expliquer la variété des systèmes de gouvernance que pour préconiser des réformes de ces systèmes. Pour que la gouvernance puisse contribuer efficacement à améliorer le potentiel de création de valeur – que la valeur soit actionnariale ou partenariale – des entreprises, il ne suffit pas de se préoccuper des systèmes disciplinaires juridico-comptables visant à éviter les spoliations, il faut également prendre conscience des effets des systèmes de gouvernance sur les dimensions managériale et perceptive de la création de valeur, qui jouent vraisemblablement un rôle au moins aussi important.

Bibliographie

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

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

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

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

- 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., « Le conseil d'administration dans les théories de la gouvernance », *Revue du Financier*, n° 127, 2000, p. 8-17.
- Charreaux G., « L'approche économique-financière de l'investissement », in G. Chareraux (coord.), *Images de l'investissement – Au-delà de l'évaluation financière : une lecture organisationnelle et stratégique*, Vuibert, Fnege, 2001, p. 13-60.
- Charreaux G., « Variation sur le thème 'A la recherche de nouvelles fondations pour la finance d'entreprise' », Colloque de l'Affi, Paris, décembre 2001.
- Charreaux G., « Le gouvernement des entreprises », in J. Allouche (coord.), *Encyclopédie des ressources humaines*, Economica, 2002, 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.
- Dosi G., « Finance, Innovation and Industrial Change », *Journal of Economic Behavior and Organization*, vol. 13, 1990, p. 299-319.
- Faccio M. et Lang L.H.P., « The Ultimate Ownership of Western European Corporations », *Journal of Financial Economics*, 2002, à paraître.
- 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., « The Corporate Cost of Capital and the Return on Corporate Investment », *Journal of Finance*, vol. 54, n° 6, December, 1999, p. 1939-1967.
- Fama E.F. et Jensen M.C., « Separation of Ownership and Control », *Journal of Law and Economics*, vol. 26, June, 1983 a, p. 301-326.
- Fama E.F. et Jensen M.C., « Agency Problems and Residual Claims », *Journal of Law and Economics*, vol. 26, June, 1983 b, p. 327-350.
- 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.

- Holderness C., Kroszner R. et Sheehan D., « Were the Good Old Days that Good ? Changes in Managerial Stock Ownership since the Great Depression », *Journal of Finance*, vol. 54, 1999, p. 435-470.
- 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., « Value Maximization, Stakeholder Theory, and the Corporate Objective Function », *European Financial Management*, vol. 7, n° 3, September, 2001, p. 297-317.
- 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.
- La Porta R., Lopez-de-Silanes F. et Shleifer A., « Corporate Ownership Around the World », *Journal of Finance*, vol. 54, n° 2, April, 1999, p. 471-517.
- La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A. et Vishny R.W., « Legal Determinants of External Finance », *Journal of Finance*, vol. 52, n° 3, July, 1997, p. 1131-1150.
- La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A. et Vishny R.W., « Law and Finance », *Journal of Political Economy*, vol. 106, n° 6, December, 1998, p. 1113-1155.
- La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A. et Vishny R.W., « Investor Protection and Corporate Governance », *Journal of Financial Economics*, vol. 58, n° 1-2, 2000, p. 3-27.
- Langlois R.N. et Robertson P.L., *Firms, Markets and Economic Change*, Routledge, 1995.
- Langlois R.N., « Schumpeter and Personal Capitalism », in G. Eliasson et Ch. Green (avec Ch. McCann), eds, *Microfoundations of Economic Growth : A Schumpeterian Perspective*, Ann Arbor : University of Michigan Press, 1998.
- Langlois R.N. et Robertson P.L., *Firms, Markets and Economic Change*, Routledge, 1995.
- Mises L. (Von), *L'action humaine – Traité d'économie*, P.U.F., 1985, traduction de *Human Action – A Treatise on Economics*, 3d edition, Chicago : Henry Regnery Company, 1966.
- North D.C., *Institutions, Institutional Change and Economic Performance*, Cambridge University Press, 1990.
- O'Sullivan M., « The Innovative Enterprise and Corporate Governance », *Cambridge Journal of Economics*, vol 24, n° 4, July, 2000, p. 393-416.
- 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., « The Great Reversals : The Politics of Financial Development in the 20 th Century », NBER, Working Paper, n° w8178, March 2001.

Roe M.J., «Les conditions politiques au développement de la firme managériale », *Finance Contrôle Stratégie*, vol. 4, n° 1, mars, 2001, p. 123-182.

Roe M.J., « Les rentes et leurs conséquences en matière de gouvernance des entreprises », *Finance Contrôle Stratégie*, vol. 5, n° 1, mars, 2002 a, p. 167-215.

Roe M.J., « La structure de l'actionnariat : les limites de la théorie juridique », *Revue Française de Gestion*, n° spécial « L'actionnaire », 2002 b.

Zingales L., «In Search of New Foundations », *Journal of Finance*, vol. 55, n° 4, August, 2000, p. 1623-1653.