

POUR UNE VÉRITABLE THÉORIE DE LA  
LATITUDE MANAGÉRIALE ET DU  
GOUVERNEMENT DES ENTREPRISES

---

Gérard CHARREAUX(\*)

---

Juin 1996

(\*) Professeur en Sciences de Gestion, Directeur du Programme doctoral en Sciences de Gestion de l'Université de Bourgogne

IAE DIJON - CREGO / LATEC  
4, Bd Gabriel, 21000 Dijon; Tel. 80.65.35.66; Fax. 80.39.54.88  
e-mail : gcharrea@satie.u-bourgogne.fr

Faut-il contrôler les dirigeants? La réponse à cette question volontairement provoquante, en regard des débats qui ont actuellement lieu en France sur le gouvernement des entreprises, n'est pas triviale. Traditionnellement, ce débat ancien est principalement associé à la confrontation entre actionnaires et dirigeants. Les dirigeants, mandataires des actionnaires, gèreraient en fonction de leurs seuls intérêts particuliers et au détriment de ceux des actionnaires, voire des autres *stakeholders*<sup>1</sup> de l'entreprise (créanciers, salariés, clients, fournisseurs...). Certains scandales récents, par exemple ceux du Crédit Lyonnais ou d'Eurotunnel, semblent corroborer cette vision conflictuelle et l'absence d'une discipline suffisante des dirigeants. En réaction à ces affaires et également sous l'influence grandissante des investisseurs institutionnels étrangers, un certain nombre d'initiatives prises par les pouvoirs publics ou par les milieux patronaux (par exemple, le rapport Viénot sur le conseil d'administration) ont eu pour objectif de renforcer le contrôle des dirigeants, notamment en préconisant un plus grand activisme et une plus grande indépendance des conseils d'administration.

La question du gouvernement des entreprises qui dépasse largement celle des seules relations entre actionnaires et dirigeants, dans la mesure où les décisions managériales ont des conséquences sur le bien-être de l'ensemble des *stakeholders* de l'entreprise, recouvre l'ensemble des mécanismes qui gouvernent les décisions des dirigeants et définissent leur espace discrétionnaire [Charreaux, 1996]. Elle est indissociable de la notion de latitude (ou de pouvoir discrétionnaire) managériale. Le dirigeant au centre du noeud de contrats ou de la coalition que constitue la firme, joue un rôle principal dans les décisions déterminant la création et la répartition de la valeur, ces deux aspects n'étant pas indépendants. La latitude managériale conditionne le processus de création de valeur, d'une part, parce qu'elle détermine les décisions stratégiques et financières et d'autre part, car elle peut être un des objectifs visés par ces décisions ; ainsi, une décision d'investissement peut avoir pour objectif, en élargissant le champ d'activité de l'entreprise, de rendre plus complexe l'évaluation de la performance du dirigeant et d'élargir son pouvoir discrétionnaire en affaiblissant le système de contrôle.

Une théorie du gouvernement des entreprises est également une théorie du pouvoir discrétionnaire managérial, c'est-à-dire de la latitude dont disposent les dirigeants pour gérer les différents contrats. La notion de latitude managériale dépasse cependant la seule dimension opportuniste, élément essentiel de la théorie des coûts de transaction. Si la latitude managériale peut conduire les dirigeants à faire prévaloir leurs propres objectifs au détriment de ceux des actionnaires (ou de l'ensemble des composantes de la firme), elle peut également être une condition nécessaire à la création de valeur, en élargissant l'espace des choix des dirigeants et en accroissant leur

---

<sup>1</sup> - La notion de stakeholder qu'on peut traduire imparfaitement par partenaire est assez imprécise. Est considéré comme stakeholder tout agent (ou groupe d'agents homogène) dont le bien-être peut être affecté par les décisions de l'entreprise.

motivation, l'extension du pouvoir présentant un caractère incitatif évident. La valeur créée peut permettre de satisfaire l'ensemble des *stakeholders* et d'éviter la spoliation d'une catégorie d'agents particulière, favorisant ainsi la survie de la coalition que représente la firme.

Une telle théorie doit proposer prioritairement un modèle explicatif du pouvoir discrétionnaire des dirigeants et de sa liaison avec la performance de l'entreprise. Elle doit permettre en outre — en supposant que le système de gouvernement soit inefficace, par exemple parce qu'il conduit à la spoliation d'une catégorie de *stakeholders* — d'orienter d'éventuelles réformes réglementaires, si la sélection naturelle se montre inapte à révéler les formes institutionnelles et organisationnelles les plus efficaces. La construction d'une telle théorie passe par une représentation préalable du comportement des dirigeants, précisant notamment les objectifs qu'ils poursuivent.

Cet article a pour objectif de contribuer à la construction d'une telle théorie. La première section permet de présenter une réflexion sur la représentation du comportement des dirigeants dans les principaux courants théoriques qui irriguent la recherche sur le gouvernement des entreprises. En s'appuyant sur cette réflexion initiale, la seconde section vise à revisiter le thème du gouvernement des entreprises, en dégagant un certain nombre d'aspects fondamentaux qui peuvent éventuellement orienter de nouvelles recherches dans ce domaine particulièrement complexe et important pour comprendre le développement des entreprises et les déterminants de leur performance.

## **1. La représentation du comportement des dirigeants dans la recherche sur le gouvernement des entreprises**

La réflexion sur le système de contrôle des dirigeants s'est construite principalement et progressivement à partir de différentes recherches, inscrites dans les courants théoriques de l'agence et des coûts de transaction, dont l'objectif initial était d'expliquer les formes organisationnelles (la distribution des droits de propriété, la répartition des fonctions de propriété et de décision...) en s'appuyant sur le principe d'efficacité. Les différents systèmes de contrôle des dirigeants apparaissent comme des mécanismes de discipline efficaces, puisque seules les formes organisationnelles efficaces — qui minimisent les coûts d'agence et de transaction — sont supposées survivre. Dans ces analyses, le rôle des dirigeants est réduit au minimum. Les mécanismes de contrôle, qu'ils soient intentionnels ou spontanés, émergent comme des moyens de réduire les coûts organisationnels.

Dans les premiers travaux, l'attitude des dirigeants relativement à ces mécanismes est le plus souvent passée sous silence. On ignore si les mécanismes s'imposent aux dirigeants ou s'ils sont mis en place avec leur accord, voire à leur initiative. Le jeu des mécanismes est supposé se faire librement en posant l'hypothèse que les dirigeants subissent passivement la discipline exercée,

qu'elle provienne par exemple du marché des prises de contrôle ou du conseil d'administration. La réflexion se complexifie dans les travaux plus récents qui introduisent de façon plus explicite la stratégie du dirigeant, en particulier dans la théorie dite de l'enracinement des dirigeants. Cette dernière qui suppose un comportement actif des dirigeants, repose cependant sur l'hypothèse que la stratégie de carrière du dirigeant s'accomplit à l'intérieur de l'entreprise. Or, cette stratégie peut être orientée de façon externe, de façon à permettre au dirigeant d'occuper successivement plusieurs postes directoriaux, en recourant au marché managérial. Cette progression dans la représentation du comportement des dirigeants nous conduit à proposer en conclusion de cette première section une ébauche de modèle comportemental des dirigeants.

### ***1.1. Le comportement passif des dirigeants***

Rappelons brièvement le rôle des dirigeants, tel qu'il apparaît dans les articles fondateurs de la théorie contractuelle des organisations<sup>2</sup>. Dans le travail pionnier d'Alchian et Demsetz [1972], le dirigeant est chargé de contrôler la performance des autres membres composant la firme. Son contrôle est censé être assuré par un certain nombre de mécanismes disciplinaires (la concurrence sur les marchés des différents facteurs, le statut de créancier résiduel, le marché des dirigeants, la menace de licenciement...). Cependant, le dirigeant occupe une part très réduite dans cette discussion, ses objectifs et ses possibilités d'action ne sont à aucun moment évoqués.

Jensen et Meckling [1976], les fondateurs de la théorie positive de l'agence, accordent également peu d'attention au dirigeant. Ce dernier est censé maximiser une fonction d'utilité dont les arguments sont la richesse et les avantages non pécuniaires liés à l'exercice de la fonction managériale. Le contrôle du comportement du dirigeant au moyen des différents systèmes disciplinaires est étudié en supposant un rôle passif du dirigeant ; celui-ci ne joue à la rigueur un rôle actif qu'en proposant des systèmes d'autocontrôle destinés à le dédouaner, par exemple, en mettant en place un système d'audit interne.

Le statut du dirigeant est similaire dans l'analyse proposée par Fama [1980] qui s'applique exclusivement aux dirigeants des entreprises managériales, au sein desquelles, les dirigeants ne détiennent qu'une part non significative du capital. Le dirigeant n'est qu'un facteur de production particulier contrôlé principalement par le marché des dirigeants. Dégagé de la fonction d'assomption du risque résiduel — il n'est plus l'actionnaire principal — il loue sa capacité managériale à l'entreprise. Sa fonction consiste à surveiller l'ensemble des contrats et à assurer la viabilité de la firme. La discipline des principaux dirigeants est l'apanage du conseil d'administration considéré comme un mécanisme formel induit par le marché. Fama évoque cependant la possibilité que les dirigeants puissent neutraliser le conseil, en entrant en collusion avec les administrateurs. Le pouvoir disciplinaire du conseil serait cependant sauvegardé grâce à l'existence d'administrateurs

externes (non-dirigeants) dont l'indépendance serait garantie par le caractère concurrentiel du marché des administrateurs, ces derniers ayant intérêt à maximiser leur valeur en tant qu'experts indépendants sur ce marché.

Dans un de ses principaux ouvrages, Williamson [1985, p.311] s'étonne que le *management*, élément central du noeud de contrats, soit curieusement absent des débats sur le gouvernement des entreprises. Son analyse de la relation contractuelle qui lie la firme aux dirigeants repose principalement sur la spécificité de l'actif représenté par le capital humain des dirigeants. Le conseil d'administration n'est plus exclusivement l'organe par lequel s'exerce le contrôle des actionnaires ; il représente également un moyen à la disposition du dirigeant pour préserver la relation d'emploi et protéger la valeur de son capital humain spécifique. Cette interprétation confirme le double sens de la relation d'agence entre actionnaires et dirigeants ; si le dirigeant peut être considéré comme l'agent des actionnaires, il est également possible d'inverser cette logique en présentant le dirigeant comme un principal actif qui loue son capital managérial aux actionnaires. Par ailleurs, Williamson [1985, p.318] souligne le caractère stratégique de la position centrale occupée par le dirigeant, qui lui permet par exemple de manipuler l'information afin d'orienter la politique de l'entreprise en fonction de ses propres objectifs

Dans les théories fondatrices qui sous-tendent l'analyse du gouvernement des entreprises, le rôle du dirigeant apparaît donc sinon absent, du moins très discret. Une fois évoquées la divergence d'intérêts entre le dirigeant et le plus souvent, les seuls actionnaires, et la possibilité d'opportunisme, l'attention est portée principalement à l'identification des mécanismes disciplinaires, externes ou internes, permettant de discipliner le dirigeant. Les objectifs du dirigeant sont représentés de façon très sommaire, sous la forme de la maximisation d'une fonction d'utilité dont l'argument principal est la richesse. En dehors de Williamson, la relation conflictuelle n'est analysée que dans le sens actionnaires (principal)/dirigeants (agent), la possibilité d'une spoliation du dirigeant, par perte de valeur de son capital managérial n'est pas évoquée. Sauf exception (possibilités de dédouanement ou de collusion avec les administrateurs, participation au conseil d'administration...), le dirigeant n'a pas un comportement actif, il subit le système disciplinaire, sans tenter de le neutraliser, notamment en manipulant l'information.

Cette représentation se justifie d'une certaine manière en raison du recours au principe d'efficacité qui sous-tend ces différentes analyses. L'objectif est d'identifier les mécanismes permettant d'assurer que les dirigeants gèrent conformément aux intérêts des actionnaires et de minimiser les coûts d'agence ou plus généralement, de transaction. En corollaire, les organisations dotées de mécanismes inefficaces sont censées disparaître à terme. Selon cette problématique très

---

<sup>2</sup> - La théorie contractuelle des organisations regroupe les théories de l'agence et des coûts de transaction.

Panglossienne<sup>3</sup> qui tend à justifier la firme comme un mode organisationnel efficace, l'accent est mis sur les mécanismes disciplinaires supposés assurer au mieux la convergence des intérêts. Cependant, l'étude de ces mécanismes reste superficielle. La plupart des recherches se contentent de vérifier que la mise en place ou l'exécution des mécanismes ont une incidence sur la richesse des actionnaires (en général en recourant aux études d'événements), sans véritablement s'interroger ni sur leur efficacité réelle, ni sur les voies par lesquelles ils agissent, ni même sur leur adéquation par rapport à l'objectif disciplinaire invoqué. Par exemple, l'étude du rôle disciplinaire du conseil d'administration s'est longtemps réduite à l'examen de la relation entre la performance boursière et la composition du conseil (la proportion d'administrateurs externes supposés indépendants), les modalités effectives de contrôle et les stratégies utilisées par le dirigeant pour éventuellement neutraliser son conseil ayant été peu étudiées<sup>4</sup>.

### ***1.2. Comportement actif des dirigeants et stratégie interne d'enracinement***

Les théories fondées implicitement sur un comportement passif du dirigeant prennent insuffisamment en compte le caractère incomplet des marchés et des contrats, qui donne toute son importance à la notion de latitude managériale, les dirigeants étant chargés de prendre les décisions "d'ajustement". L'opportunisme des dirigeants ne peut s'exprimer que s'ils disposent d'un pouvoir discrétionnaire, c'est-à-dire si les mécanismes disciplinaires jouent de façon imparfaite comme le laissent supposer l'existence de certains phénomènes apparemment contraires à l'intérêt des actionnaires : consommation excessive d'avantages non pécuniaires, diversification coûteuse, opposition aux prises de contrôle hostiles ou cessions de certains actifs stratégiques.

Certaines analyses récentes retiennent l'hypothèse d'un comportement actif des dirigeants et privilégient l'analyse des stratégies auxquelles ils recourent, notamment pour neutraliser les mécanismes disciplinaires et élargir leur latitude discrétionnaire. Elles éclairent la question du gouvernement des entreprises d'un jour nouveau, en particulier, en renversant parfois l'interprétation disciplinaire donnée hâtivement à certains mécanismes organisationnels, par exemple au conseil d'administration, qui au lieu d'apparaître comme un mécanisme de contrôle, peut constituer un vecteur d'enracinement ou un outil au service des dirigeants, permettant de contrôler certaines ressources.

Ces analyses, contrairement aux précédentes, attribuent un rôle central aux dirigeants. Elles s'inscrivent dans une logique d'enracinement du dirigeant au sein de son entreprise, visant à préserver ou à élargir la latitude managériale, mais diffèrent sur les moyens privilégiés pour y parvenir (manipulation de l'information, décisions d'investissement, de désinvestissement ou de

---

<sup>3</sup> - Rappelons que dans le conte philosophique "Candide" de Voltaire, le docteur Pangloss professe que tout est pour le mieux dans le meilleur des mondes possibles.

financement, contrôle de ressources...). Si la plupart d'entre elles s'inscrivent dans une perspective d'inefficacité et de recherche de rentes, visant à exproprier certaines catégories de *stakeholders* (par exemple les actionnaires) au profit des dirigeants (ou d'autres catégories d'agents soutenant les dirigeants, par exemple les cadres subalternes, inféodés aux dirigeants), l'hypothèse d'activisme des dirigeants qui vise à maximiser la latitude discrétionnaire, peut également s'accorder au principe d'efficacité comme le soulignent Castanias et Helfat [1992] et Garvey et Swan [1994] ; il est alors possible d'endogénéiser le comportement d'enracinement, de façon compatible avec le principe d'efficacité. L'enracinement n'est pas nécessairement inefficace, que ce soit du seul point de vue des actionnaires ou plus largement de l'ensemble des *stakeholders*.

### 1.2.1. L'enracinement est contraire à l'efficacité

Dans cette première version de l'enracinement, les dirigeants s'enrichissent au détriment des actionnaires ou des *stakeholders* ; la redistribution des rentes se fait au détriment de l'efficacité. L'enracinement passe par plusieurs voies : investissements idiosyncratiques (ou spécifiques aux dirigeants<sup>5</sup>), manipulation de l'information, contrôle des ressources...

#### 1.2.1.1. Enracinement et investissements idiosyncratiques

La première forme de la théorie de l'enracinement est habituellement attribuée à Shleifer et Vishny [1989]. Ces derniers supposent qu'en réalisant des investissements qui leur sont spécifiques, les dirigeants réduisent le risque d'être remplacés ("s'enracinent"), obtiennent des rémunérations plus importantes sous forme de salaires ou d'avantages non pécuniaires et accroissent leur latitude décisionnelle. Les investissements sont dits idiosyncratiques ou spécifiques au dirigeant si son remplacement entraîne une perte de valeur des actifs, supportée par les actionnaires. Leur éviction étant coûteuse pour les actionnaires, les dirigeants sont en mesure de s'approprier une partie des rentes à leurs dépens. L'enracinement suppose une efficacité limitée des mécanismes disciplinaires qui résulte, soit de leur imperfection (liée notamment à l'incomplétude des contrats), soit du comportement actif des dirigeants dont l'intérêt peut être de neutraliser le système de contrôle, si les gains issus de cette action sont supérieurs aux coûts induits. Comme le précisent les auteurs, les investissements idiosyncratiques ne sont qu'un moyen particulier d'enracinement ; les dirigeants peuvent également adopter des mesures visant à protéger l'entreprise des prises de contrôle hostiles, à neutraliser le conseil d'administration, etc. La politique d'enracinement a deux effets négatifs, elle conduit d'une part, à une politique d'investissement

---

<sup>4</sup> - Cf. Charreaux et Pitol-Belin (1990) et Charreaux (1994) pour un synthèse de la littérature sur le conseil d'administration.

<sup>5</sup> - Un investissement est dit spécifique au dirigeant ou idiosyncratique s'il est sujet à une perte de valeur en cas de départ du dirigeant ; la perte de valeur étant supportée par les actionnaires. Il en est ainsi notamment de certains investissements immatériels (marque...) dont l'association avec la personne du dirigeant est très forte.

sous-optimale — la valeur de l'entreprise est inférieure à ce qu'elle serait sans un tel comportement des dirigeants — et d'autre part, à un transfert de richesse des actionnaires au profit des dirigeants.

Au delà du pouvoir explicatif du modèle de Shleifer et Vishny, par exemple, pour expliquer les prises de contrôle et les cessions d'actifs [Shleifer et Vishny, 1992 ; Lang, Poulsen, Stulz, 1995 ; Paquerot, 1996], leur apport, dans une perspective "méthodologique", est de poser explicitement l'hypothèse d'un comportement actif du dirigeant qui cherche à profiter des failles des mécanismes disciplinaires, de montrer que la stratégie de neutralisation des systèmes de gouvernement peut emprunter de nombreuses voies et de suggérer que certains mécanismes organisationnels (les prises de contrôle, le conseil d'administration) peuvent s'expliquer par d'autres motifs que le motif disciplinaire.

#### 1.2.1.2. Enracinement et information

La manipulation de l'information peut représenter également un vecteur privilégié d'enracinement pour les dirigeants, comme le soulignent Stiglitz et Edlin [1992]. Dans leur modèle, les dirigeants cherchent à maximiser leur revenu ; ils profitent de leur avantage informationnel pour s'approprier des rentes, c'est-à-dire une rémunération supérieure au coût d'opportunité qu'ils supportent. Une des façons d'accroître cette rémunération est de réduire la menace constituée par les dirigeants qui sont leurs concurrents potentiels sur le marché managérial, soit en entreprenant des investissements dont la rentabilité dépend de l'information spécifique contrôlée par les dirigeants ou de leurs compétences particulières, soit encore en investissant dans des activités caractérisées par une asymétrie d'information plus importante. L'asymétrie accroît l'incertitude perçue par les équipes dirigeantes concurrentes qui sont ainsi moins incitées à remplacer les dirigeants actuels. Dans cette perspective, les dirigeants ont intérêt à orienter leurs investissements dans les activités dont la visibilité est la moins bonne, par exemple, en privilégiant les investissements en recherche et développement, même si cette politique entraîne une destruction de valeur. Les rentes secrétées, ainsi que leur appropriation, dépendent alors de la visibilité des actifs gérés.

En jouant sur l'information, les dirigeants cherchent à accroître leur latitude discrétionnaire de façon à s'approprier le maximum de rentes tout en évitant d'être remplacés. Cette stratégie peut prendre de nombreuses formes : investissements spécifiques aux dirigeants, investissements peu visibles (notamment en recherche et développement), remplacement des anciens cadres par de nouveaux cadres plus loyaux en cas de changement d'équipe dirigeante, acquisitions réalisées pour accroître les rentes managériales, nomination au conseil d'administration d'administrateurs externes mal informés, incompetents ou dépendants.

Un point particulièrement intéressant de l'argumentation présentée par Stiglitz et Edlin concerne la politique optimale de surveillance des dirigeants, c'est-à-dire la définition de l'espace

discrétionnaire. Si les actionnaires prennent des mesures pour conforter la position du dirigeant de façon à réduire la rentabilité de la stratégie d'enracinement — le dirigeant a moins intérêt à entreprendre une telle stratégie pour se protéger — ils accroissent simultanément la latitude managériale et la possibilité pour les dirigeants d'utiliser les ressources de la firme dans leur propre intérêt. Ainsi, la réduction des contrôles du dirigeant peut comporter plus d'inconvénients que d'avantages. Inversement, le renforcement des contrôles rend la stratégie d'enracinement plus rentable. Le compromis qui doit être réalisé entre les avantages et les inconvénients associés à la surveillance des dirigeants est clairement mis en évidence.

La stratégie informationnelle présentée comme vecteur privilégié de l'enracinement est principalement fondée sur le choix des activités et des investissements. L'action du dirigeant peut cependant être beaucoup plus subtile comme le montre Hirshleifer [1993] avec cependant un autre objectif que l'enracinement. Les techniques de manipulation qu'il identifie et qui sont présentées ultérieurement, dans le cadre d'une stratégie de carrière externe, peuvent cependant également s'appliquer dans le cadre d'une stratégie d'enracinement.

#### 1.2.1.3. Enracinement et contrôle des ressources

Si la stratégie active d'enracinement des dirigeants a principalement été étudiée en supposant que le choix des investissements était le principal mode d'enracinement, soit de par la spécificité des investissements entrepris, soit de par la volonté d'entreprendre des investissements dont la visibilité est difficilement appréciable — de façon à rendre difficile la mesure de performance ou à décourager les dirigeants rivaux potentiels — la stratégie d'enracinement, vue comme moyen d'élargir l'espace discrétionnaire des dirigeants en échappant à la discipline des actionnaires, peut également passer par le contrôle des ressources, notamment des ressources financières. On rejoint ainsi, dans une certaine mesure, l'argumentation de la théorie de la dépendance envers les ressources [Pfeffer, 1981], selon laquelle le pouvoir revient aux acteurs qui apportent une ressource indispensable au fonctionnement de l'organisation et qui ne sont pas facilement remplaçables.

Les dirigeants qui cherchent à s'enraciner ont d'une part, intérêt à ne pas dépendre des apporteurs de ressources externes et d'autre part, à représenter eux-mêmes un facteur de production difficilement substituable. Dans le domaine financier, l'autofinancement, voire le recours à une augmentation de capital auprès de nouveaux actionnaires, permettent d'échapper à la discipline exercée par les créanciers et les actionnaires actuels. Plus le dirigeant peut accroître la masse de capitaux dont il dispose librement, plus sa latitude discrétionnaire est importante et plus il est à même de s'enraciner et d'extraire des rentes à son profit (conformément à la théorie du *free cash flow* de Jensen, 1986, généralisée par Myers, 1990). Ce raisonnement est également à la base du

modèle proposé par Ravid et Sudit [1994] qui recourt à une fonction d'utilité des dirigeants incluant le pouvoir managérial représenté par la quantité de ressources financières contrôlées.

Au delà des ressources financières, cette argumentation s'applique à d'autres types de ressources moins facilement substituables que les ressources financières, en particulier les ressources humaines et les réseaux de capital social<sup>6</sup>. Un dirigeant à même de s'attacher personnellement, notamment par échange de services informels [Breton et Wintrobe, 1982], les ressources en capital humain indispensables à la réussite ou à la survie de la firme, renverse la dépendance envers les ressources en sa faveur et accroît simultanément son enracinement et sa latitude discrétionnaire. Cette capacité à accéder de façon privilégiée à des ressources stratégiques constitue un élément important du capital managérial. Ainsi, l'appartenance d'un dirigeant à un réseau d'anciens élèves influent, peut lui permettre de disposer de certaines ressources stratégiques (financières, informationnelles, commerciales...), qui lui permettent de conforter sa position par rapport aux autres *stakeholders* et de mieux s'enraciner.

### 1.2.2. L'enracinement est compatible avec l'efficacité

Les modèles d'enracinement dans leurs formulations initiales supposent l'inefficacité ; l'appropriation des rentes par les dirigeants se fait au détriment des autres *stakeholders*, le plus souvent des actionnaires. Autrement dit, les dirigeants cherchent à neutraliser les systèmes disciplinaires de façon à accroître leur pouvoir discrétionnaire en vue d'accroître leur bien-être au détriment des autres *stakeholders*. Dans cette perspective, la politique d'enracinement a des conséquences néfastes et est à combattre dans une perspective normative.

Cette vision pessimiste de l'enracinement est contestée d'une part, par Castanias et Helfat [1992] et d'autre part, par Garvey et Swann [1994], pour lesquels l'hypothèse d'un enracinement optimal, compatible avec le principe d'efficacité n'est pas à exclure.

La vision opportuniste du dirigeant, cherchant à s'approprier des rentes aux dépens des autres *stakeholders*, qui est au centre des théories contractuelles des organisations est écartée par Castanias et Helfat qui privilégient le rôle de créateur de rentes du dirigeant et qui inversent l'analyse traditionnelle du dirigeant, agent des actionnaires. En particulier, dans leur théorie, les prises de contrôle n'ont pas pour rôle de discipliner les dirigeants non performants, mais permettent au contraire aux dirigeants (et aux actionnaires) d'autres firmes, d'exproprier les dirigeants performants, cette interprétation ayant déjà été proposée par Shleifer et Vishny [1988]. Partant d'une analyse de la création de rentes (donc de la valeur) par l'entreprise, ces deux auteurs portent principalement leur attention sur les rentes managériales, créées grâce aux capacités managériales supérieures des dirigeants. Une partie de ces rentes, liées au capital humain (compétences) spécifique à la firme et qui n'ont de valeur que relativement à la direction de cette dernière, peuvent

faire l'objet d'une expropriation. Autrement dit, dans cette perspective, le problème n'est plus de préserver la richesse des actionnaires, lesquels sont censés être rémunérés au niveau de rentabilité d'équilibre, mais de protéger le capital managérial des dirigeants. Les rentes qui reviennent aux dirigeants, servent à rémunérer leurs capacités à entreprendre des projets rentables. Contrairement au modèle d'enracinement de Shleifer et Vishny et grâce à un marché des prises de contrôle supposé concurrentiel, la maximisation des rentes managériales ne se fait pas au détriment des actionnaires. Les dirigeants, de façon à conserver leur position, ne font pas preuve d'opportunisme aux dépens des actionnaires, lesquels sont en conséquence moins enclins à faire jouer la discipline externe par les prises de contrôle.

Dans cette représentation, les dirigeants ne sont incités à développer leurs capacités managériales et à prendre des décisions stratégiques, créatrices de richesse que s'ils sont protégés contre l'expropriation des rentes managériales censées rémunérer leur investissement en capital humain spécifique. À l'instar de Williamson, Castanias et Helfat précisent que la présence des dirigeants au sein du conseil d'administration est un moyen de préserver ce capital humain spécifique. De même, les mesures anti-prises de contrôle hostiles (les parachutes dorés ou les investissements spécifiques) ne sont plus vues comme des vecteurs d'enracinement, mais comme des moyens de préserver le capital managérial spécifique et d'aligner les intérêts des dirigeants sur ceux des actionnaires, afin que les investissements rentables puissent être entrepris. Ces conclusions s'opposent à celles issues de la vision disciplinaire traditionnelle des systèmes de contrôle, focalisée sur les transferts de rentes et les possibilités d'expropriation.

Indépendamment des réinterprétations de certains mécanismes disciplinaires tels que les prises de contrôle ou le conseil d'administration, l'apport principal de Castanias et Helfat est constitué par le renversement de la problématique traditionnelle de l'analyse du rôle du dirigeant fondée sur l'opportunisme ; l'aspect central leur semble être la fonction primordiale qu'il assume dans le processus de création de valeur, un ressort important de cette dernière tenant à la protection du capital managérial. Le système de gouvernement doit également servir à protéger les intérêts des dirigeants. Vu sous cet angle, l'enracinement loin de conduire à une expropriation des actionnaires, en permettant au dirigeant de rentabiliser ses investissements en capital managérial spécifique conduit également à satisfaire les intérêts des actionnaires ; cette rentabilisation passe par la préservation d'un espace discrétionnaire suffisant pour permettre la création des rentes managériales. Comme le soulignent les auteurs, contrairement à la théorie de l'agence traditionnelle centrée sur les conflits, le modèle de la rente managériale privilégie l'alignement des intérêts des actionnaires et des dirigeants et met en avant les capacités des dirigeants à créer des rentes par leurs décisions stratégiques et opérationnelles.

---

<sup>6</sup> - La notion de réseau de capital social a notamment été développée par Coleman (1990)

Dans une perspective différente, Garvey et Swan [1994] justifient l'enracinement propre au comportement des dirigeants comme un moyen d'internaliser les externalités qui caractérisent un monde où les contrats sont incomplets ; dans un tel cadre, il n'y a aucune raison pour que le comportement d'enracinement et l'existence d'une latitude managériale soient inefficaces. Leurs arguments empruntés principalement à la littérature normative principal-agent<sup>7</sup> sont les suivants. Premièrement, il serait trop coûteux d'aligner parfaitement les intérêts des dirigeants et des actionnaires (ou plus généralement des *stakeholders*). Deuxièmement, les dirigeants qui ne s'appuieraient que sur le cours de l'action pour décider, prendraient paradoxalement des décisions inefficaces en regard de l'objectif de maximisation de la richesse des actionnaires [Paul, 1992]. Troisièmement, l'intégration dans leur raisonnement des différents *stakeholders* — qui peuvent tous prétendre à des degrés divers au statut de créancier résiduel [Milgrom et Roberts, 1992] — et les problèmes d'incitation posés par l'organisation hiérarchique, notamment, la gestion des subordonnés [Garvey et Swan, 1992], semblent justifier un degré important d'enracinement des dirigeants et une forte latitude discrétionnaire. Les coûts liés à l'absence de latitude discrétionnaire seraient supérieurs à ceux induits par l'opportunisme des dirigeants.

### ***1.3. Comportement actif des dirigeants et stratégie de carrière externe***

Les analyses précédentes privilégient l'explication interne (par rapport à la firme) de la latitude discrétionnaire. Le dirigeant s'enracine, soit parce qu'il cherche à s'approprier des rentes, soit parce qu'un tel comportement est optimal du point de vue de la maximisation de la valeur de la firme. Cependant, le comportement du dirigeant peut s'analyser sous un autre angle qu'il est difficile d'ignorer dans une perspective d'approfondissement de l'analyse des systèmes de gouvernement de l'entreprise. Les dirigeants ne visent pas nécessairement un objectif d'enracinement. Un dirigeant peut avoir intérêt à agir de façon à accroître la valeur de sa réputation sur le marché des dirigeants pour changer d'entreprise. Dans un tel schéma, le comportement du dirigeant consiste à investir en capital humain et à manipuler l'information de façon à pouvoir quitter l'entreprise et à se valoriser au mieux sur le marché managérial ; il privilégie une stratégie de carrière externe.

La démarche suivie par Hirshleifer s'inscrit dans cette perspective. Il retient comme objectif du dirigeant le souci d'accroître et de maintenir sa réputation de compétence managériale, par sa politique d'investissement. À travers la réputation, le dirigeant cherche à accroître son pouvoir de négociation de façon à obtenir une meilleure rémunération ; cette réputation lui permet également d'accroître sa valeur sur le marché du travail et éventuellement de quitter plus facilement

---

<sup>7</sup> - Rappelons que la littérature principal-agent cherche à déterminer les systèmes disciplinaires optimaux qui permettent de minimiser les coûts d'agence.

l'entreprise. Un tel comportement peut entraîner une politique d'investissement sous-optimale et devrait entraîner, dans une perspective d'efficacité, l'émergence de mécanismes de correction.

L'objectif de maximisation du capital de réputation peut être atteint comme le montre Hirshleifer en manipulant l'information portant sur les investissements. Il distingue ainsi trois catégories de manipulation. La première vise à améliorer les indicateurs de performance à court terme, de façon à créer un biais de visibilité. La deuxième a pour but d'avancer l'arrivée des nouvelles favorables et de retarder celle des défavorables (*preference resolution*). Enfin, la troisième est liée aux comportements d'imitation ou de différenciation, qui consistent soit à copier les décisions des dirigeants les plus réputés, soit à éviter d'être assimilés aux dirigeants les moins compétents.

Dans cette analyse, le comportement actif du dirigeant se distingue de celui associé à l'enracinement. L'objectif du dirigeant n'est pas de se rendre irremplaçable, mais d'accroître sa réputation de façon à mieux valoriser son capital humain sur le marché managérial et à quitter la firme. Il cherche à acquérir rapidement une latitude importante en déformant l'information, non pour s'enraciner, mais afin de conquérir un poste de direction plus intéressant dans une autre entreprise ; il privilégie une stratégie de carrière externe. Ce type de stratégie est nécessairement court-termiste car on peut supposer, même si cela peut prendre plusieurs années, que la véritable performance du dirigeant finira par être révélée. De nombreux exemples, montrent cependant, en raison de la difficulté à mesurer la performance managériale, que l'incompétence d'un dirigeant est difficilement décelable et démontrable. On est parfois surpris de la carrière prestigieuse réalisée par certains dirigeants au vu de leur performance effective ; le marché des dirigeants est apparemment peu efficient, en raison notamment des délais nécessaires pour apprécier la performance d'un dirigeant. La stratégie de maximisation du capital de réputation n'est cependant pas incompatible avec celle d'enracinement, des investissements idiosyncratiques peuvent également permettre de construire une réputation de compétence ; l'investissement en réputation est lui-même un investissement spécifique au dirigeant financé par les actionnaires...

Comme le souligne Hirshleifer [1993, p.158] le comportement de manipulation, fondamentalement opportuniste, ne conduit pas nécessairement à un résultat inefficace. Premièrement, l'objectif "réputationnel" peut inciter le dirigeant à gérer plutôt dans l'intérêt des créanciers que dans le seul intérêt des actionnaires, ce qui réduit les coûts d'agence associés aux conflits actionnaires/créanciers. Deuxièmement, ce même objectif a un fort pouvoir incitatif sur le dirigeant, ce qui va dans le sens de l'efficacité, si des contrats incitatifs explicites (par exemple, une rémunération fondée sur la performance) sont difficiles à mettre en place. Troisièmement, les distorsions induites par la stratégie réputationnelle peuvent dans certains cas corriger les biais induits par les externalités produites par certains types d'investissements ; par exemple, le sous-investissement en recherche et développement dû aux externalités positives peut être compensé par

l'incitation qu'a le dirigeant à entreprendre ce type d'investissement dans une perspective de réputation.

Cette ambiguïté dans les effets induits par l'objectif de réputation pose à nouveau le problème de la latitude managériale. Un renforcement des contrôles qui vise à contrer la stratégie réputationnelle des dirigeants, en minimisant les possibilités de manipulation de l'information peut très bien avoir des conséquences dommageables, par exemple, s'il entraîne une baisse des investissements en recherche et développement. De même, une opposition forte à cette stratégie peut inciter le dirigeant à opter pour une stratégie d'enracinement en entreprenant des investissements idiosyncratiques inefficaces. Ainsi, un conseil d'administration qui s'oppose à des investissements de recherche et développement, en raison de leur faible visibilité et des risques de manipulation qu'ils comportent, peut conduire le dirigeant à réviser sa stratégie personnelle et à privilégier les investissements par croissance externe, dans un objectif d'enracinement.

#### ***1.4. Vers un modèle de comportement du dirigeant***

D'une représentation très simplifiée du comportement du dirigeant, supposé passif et cherchant principalement à maximiser sa richesse, on est passé progressivement à une modélisation plus réaliste et plus productive dans une perspective heuristique. Le dirigeant dans les approches les plus récentes a pour objectif de maximiser la valeur de son capital managérial. Ce dernier dépend des rentes managériales dues à ses compétences et des autres types de rentes, qu'il est à même de s'approprier, éventuellement au détriment des autres *stakeholders*. La réputation est un élément déterminant du capital managérial car c'est principalement en fonction de cette dernière que le dirigeant est recruté et assoit sa carrière. Les décisions managériales sont supposées être prises de façon à gérer au mieux cette réputation et en fonction de la perception qu'a le dirigeant de ses propres compétences.

Le choix d'une carrière interne ou externe influe vraisemblablement fortement sur la nature des décisions des dirigeants. Dans le premier cas, les décisions ont un objectif d'enracinement et visent à éliminer le risque d'être remplacé. Dans le second, elles cherchent principalement à maximiser la valeur de la réputation sur le marché des dirigeants et la probabilité d'être sollicité pour parvenir à diriger une entreprise plus importante ou plus prestigieuse. Bien que la stratégie réputationnelle ne soit pas incompatible avec l'enracinement — une bonne réputation managériale dissuadant les actionnaires de recruter un autre dirigeant s'ils en ont le pouvoir — la nature du capital de réputation à construire est cependant différente. Dans la stratégie d'enracinement, la réputation est spécifique à la firme ; le dirigeant doit persuader les actionnaires actuels qu'il est le plus apte à gérer l'entreprise et qu'il serait plus coûteux (en tenant compte de la performance potentielle) de recruter un autre dirigeant que de le maintenir dans ses fonctions. Inversement, si le dirigeant cherche à évoluer vers un autre poste, il doit montrer par sa stratégie et ses résultats, qu'il

est à même de diriger un autre type d'entreprise, située éventuellement dans un autre secteur. La réputation à construire n'est plus spécifique à la firme qu'il dirige actuellement et les agents à convaincre sont les actionnaires — le plus souvent les administrateurs qui les représentent — ou les dirigeants actuels d'autres entreprises, dans la mesure où ces derniers préparent leur succession.

Le choix entre ces deux types de stratégies, interne et externe, dépend de leurs rentabilités respectives. Celles-ci sont notamment conditionnées par les considérations suivantes qui constituent vraisemblablement des variables explicatives fondamentales des stratégies des dirigeants : caractéristiques du marché des dirigeants (modes d'accès et de sortie, formation de la réputation...), âge et attitude face au risque du dirigeant, composition du capital managérial (compétences à gérer, réseau relationnel ...), propre perception de ses compétences managériales par le dirigeant, nature des institutions. Ce choix dépend également de la latitude managériale perçue (par opposition à la latitude réelle<sup>8</sup>) dont pense disposer le dirigeant ou plus précisément dans une perspective dynamique, de sa capacité supposée à modeler son espace discrétionnaire. Ainsi, un dirigeant enserré dans un réseau de mécanismes disciplinaires arbitrera entre une stratégie interne ou externe, notamment en fonction de ses possibilités d'élargir son espace discrétionnaire et de s'enraciner.

## **2. Le gouvernement d'entreprise "revisité"**

La représentation des stratégies personnelles des dirigeants permet d'éclairer les questions du gouvernement des entreprises et du contrôle des dirigeants, sur trois aspects particulièrement fondamentaux :

- premièrement, la perspective adoptée pour appréhender le système de gouvernement des entreprises et ses différentes composantes ;
- deuxièmement, la réflexion qui semble devoir s'imposer sur l'efficacité du système de gouvernement et qui conduit à s'interroger sur le degré de latitude optimale dont doivent disposer les dirigeants ;
- troisièmement, la construction d'une théorie explicative des évolutions des systèmes de gouvernement des entreprises.

### ***2.1. Stratégie personnelle des dirigeants et système de gouvernement des entreprises***

L'analyse traditionnelle du gouvernement de l'entreprise privilégie l'analyse des relations entre actionnaires et dirigeants, en supposant, sous l'influence anglo-saxonne, que le modèle de la firme managériale, avec séparation des fonctions de propriété et de décision, prévaut. Le système de gouvernement représente alors l'ensemble des dispositifs censés contraindre les dirigeants afin

---

<sup>8</sup> - Cette distinction pose le problème de la mesure de la latitude managériale. Un exemple de mesure de la latitude managériale peut être trouvé dans Hambrick et Abrahamson (1995).

d'éviter qu'ils prennent des décisions contraires aux intérêts des actionnaires. On sépare ainsi habituellement les mécanismes disciplinaires externes résultant du caractère plus ou moins concurrentiel des marchés (marchés des biens et services, marché financier notamment au travers des prises de contrôle, marché des dirigeants,...) des mécanismes internes, dont le conseil d'administration<sup>9</sup>. Sauf exception, notamment dans l'évocation des possibilités de collusion entre les dirigeants et les administrateurs et de la mise en place de dispositifs anti-prises de contrôle, les dirigeants sont censés être passifs.

Les différentes représentations des comportements des dirigeants, associées aux hypothèses d'enracinement ou de maximisation des rentes managériales (ou du capital de réputation des dirigeants), et la prise en compte explicite des stratégies personnelles des dirigeants, remettent en cause la façon d'appréhender le système de gouvernement à plusieurs égards.

Premièrement, elles conduisent à abandonner la vision réductrice du gouvernement des entreprises, assimilé à la discipline exercée sur les dirigeants par les seuls actionnaires, au profit d'une réflexion d'ensemble, de nature systémique (le système étant cependant non finalisé), du dispositif qui délimite l'espace discrétionnaire des dirigeants. Ce renouvellement de la perspective entraîne plusieurs conséquences. L'analyse ne se limite plus aux seules relations avec les actionnaires, mais se généralise pour intégrer l'ensemble des *stakeholders*. La représentation du dispositif de gouvernement s'élargit pour inclure, au delà des mécanismes traditionnels, des éléments internes à la firme tels que la structure formelle, les réseaux de confiance ou la culture d'entreprise, mais également, des éléments externes, liés notamment au contexte institutionnel. Si on reprend la définition donnée par North [1990, 1994], les institutions sont constituées des règles formelles (les règles politiques, judiciaires, économiques, et les contrats explicites), des contraintes informelles (les normes de comportement, les conventions et les codes de conduite auto-imposés), ainsi que de leurs modalités d'exécution. De façon plus imagée, toujours selon North, les institutions sont les règles du jeu et les organisations, les joueurs. Pour prendre un exemple, le comportement des dirigeants dépend de leur attitude plus ou moins opportuniste, qui est conditionnée notamment par les normes éthiques ; ainsi, dans certains contextes institutionnels, les pratiques de corruption non seulement ne sont pas répréhensibles légalement, mais sont considérées comme des pratiques normales [voir par exemple, Usunier et Verna, 1994]. Dans les contextes plus laxistes, l'espace discrétionnaire des dirigeants est plus large.

Ces considérations conduisent d'ailleurs à l'instar de Hart [1990] ou de Goshal et Moran [1996], mais dans un autre contexte, à s'interroger sur les déterminants de l'opportunisme qui conditionne les comportements. Cette interrogation aboutit elle-même à poser la question plus fondamentale de la pertinence des représentations des comportements des dirigeants par les hypothèses d'enracinement ou de maximisation des rentes managériales, qui reposent sur un

---

<sup>9</sup> - Pour une critique de cette typologie et une présentation différente des mécanismes voir Charreaux (1996).

postulat d'opportunisme fort, de la part des dirigeants ou des actionnaires. Dans un univers de loyauté parfaite, la question du gouvernement des entreprises serait dénuée de sens. On en déduit, *a contrario*, que le contexte institutionnel a une influence importante sur la composition du système de gouvernement des entreprises, que ce soit dans ses aspects formels ou informels.

Deuxièmement, et en prolongement des arguments précédents, la compréhension du fonctionnement des systèmes de gouvernement des entreprises et de l'évolution de la latitude discrétionnaire des dirigeants suppose celle des différents mécanismes et de leur articulation, en particulier quant aux éventuels effets de complémentarité ou de substituabilité. Ces interrogations ont commencé à recevoir des réponses très partielles, concernant des aspects particuliers, par exemple, l'interaction entre les rôles respectifs du conseil d'administration et des prises de contrôle. Cependant, la compréhension de la formation de l'espace discrétionnaire des dirigeants et de leur stratégie personnelle à l'intérieur du système de gouvernement nécessite une analyse beaucoup plus large, visant notamment à préciser les liens qui unissent les composantes formelles et informelles des systèmes de gouvernement.

Troisièmement, l'analyse des systèmes de gouvernement passe nécessairement par une comparaison des différents systèmes nationaux [Aoki, 1995, Charreaux, 1996], même si ces derniers ne constituent pas des ensembles isolés, certains aspects institutionnels ayant un caractère global sur le plan international, en raison notamment de la diffusion de certaines normes culturelles ou législatives. À cet égard, il faut regretter que la grande majorité des travaux portant sur le gouvernement des entreprises soient fondés sur l'étude des systèmes anglo-saxons ou plus accessoirement, sur les systèmes japonais et allemand. La question du gouvernement des entreprises françaises ne peut être traitée que dans la mesure où le système français et son influence sur la latitude discrétionnaire des dirigeants sont correctement compris. Peut-on prétendre, par exemple, comme semble l'admettre la presse, que la latitude discrétionnaire des dirigeants français est supérieure à celle de leurs homologues américains en raison des failles présumées du système de gouvernement français, au sein duquel les prises de contrôle hostiles sont très rares et les conseils d'administration prétendument impuissants? Les durées de rotation des dirigeants des entreprises cotées apparaissent cependant très proches entre les deux pays ; par ailleurs, il n'est pas sûr, sur longue période (depuis la seconde guerre mondiale notamment), que la performance relative des entreprises françaises soit inférieure à celle des entreprises américaines. Est-il établi que la discipline exercée sur les dirigeants français, qui semble s'accomplir par d'autres mécanismes, soit moins efficace que celle à laquelle sont soumis les dirigeants américains? Plus subtilement, et en relation avec les réflexions fréquemment faites sur le consensus qui régnerait dans le système de gouvernement japonais, la question de l'efficacité des mécanismes disciplinaires ne se pose-t-elle pas uniquement dans la mesure où l'opportunisme est fort et où les risques de spoliation des différents *stakeholders* existent véritablement ? Apparemment, aucun système national particulier ne

semble épargné par les scandales financiers, cependant, aucun élément précis ne permet d'affirmer dans l'état actuel des connaissances, que par exemple, les actionnaires français soient davantage spoliés que leurs homologues américains.

Relativement à l'enrichissement des dirigeants, la plupart des études montrent que les dirigeants des firmes européennes ou japonaises sont sensiblement moins bien rémunérés que leurs collègues américains, sans que ce différentiel s'accompagne d'une performance significativement inférieure. En dehors de tout aspect polémique, ces différences de rémunération sont à resituer dans le contexte général du système de surveillance des dirigeants. Si aux États-Unis, l'alignement entre les intérêts des dirigeants et ceux des actionnaires semble se faire prioritairement au moyen de systèmes incitatifs formels associant la rémunération à la performance boursière, les systèmes européens paraissent privilégier d'autres canaux, notamment les différents réseaux sociaux. De façon légèrement provoquante, ne peut-on pas penser que si l'Establishment favorise l'enracinement, il assure également sa propre discipline par un contrôle de type clanique ou social (au sens introduit par Ouchi, 1979)? Un réseau d'influence qui souhaite garder le contrôle des activités n'a-t'il pas intérêt à procéder à l'élimination de ses membres les plus apparemment inefficaces ou corrompus<sup>10</sup>? Enfin, et en simplifiant, l'étude de la question de la discipline des dirigeants dans les pays européens et japonais semble passer par un modèle pluraliste de la firme, où les intérêts des salariés jouent un rôle important, à la différence de l'approche moniste privilégiée pour étudier la firme américaine, où le maillon essentiel apparaît être l'actionnariat.

## ***2.2. Systèmes de gouvernement et espace discrétionnaire optimal***

Un système de gouvernement est efficace s'il permet de maximiser la création de valeur tout en évitant la spoliation d'une catégorie de *stakeholders*. Comme l'ont montré Castanias et Helfat [1992], ainsi que Garvey et Swan [1994], l'enracinement des dirigeants ne s'oppose pas nécessairement au principe d'efficacité. Plus généralement, la question posée est celle de l'arbitrage entre la réduction des risques de spoliation et les inconvénients associés à la limitation de la latitude discrétionnaire des dirigeants, qui naissent des contraintes portant sur leurs possibilités d'actions stratégiques.

Un système de gouvernement trop sévère, outre les coûts directs qui sont associés à la mise en oeuvre et au fonctionnement des mécanismes de contrôle, entraîne des coûts indirects, liés d'une part, aux manoeuvres effectuées par les dirigeants pour échapper aux contraintes disciplinaires et d'autre part, aux distorsions induites dans les décisions stratégiques et financières. Ces dernières peuvent se manifester par exemple, par l'abandon de certains types d'investissement rentables en raison des contrôles rigides auxquels ils sont soumis ou par le recours à des modes de financement

---

<sup>10</sup> - Ainsi, dans le système politique, la rotation des dirigeants qui se fait par d'autres mécanismes disciplinaires que pour les dirigeants d'entreprise, ne semble pas moins efficace (ou inefficace).

plus coûteux visant à accroître la latitude discrétionnaire ; elles sont à l'origine de coûts d'agence "résiduels".

Les exemples de stratégies destinées à contourner les mécanismes de gouvernement abondent. Ainsi, une législation sociale contraignante, qui peut s'interpréter comme un mécanisme permettant d'éviter la spoliation des salariés, conduit les dirigeants, dans le but d'élargir leur espace discrétionnaire, à investir dans des pays où la réglementation est moins stricte. Il en résulte l'éviction d'un des *stakeholders* de la coalition initiale constituant la firme (les salariés nationaux) au profit d'un nouveau partenaire (les salariés étrangers) et la mise en place d'une nouvelle coalition. L'accroissement de latitude managériale s'accompagne dans ce cas de la spoliation d'une catégorie de *stakeholders*. De même, le renforcement des droits des actionnaires minoritaires peut inciter les dirigeants à fermer le capital et à sortir de la cote, privant ainsi l'entreprise des possibilités de financement offertes par le marché et de l'outil de contrôle de la performance que constitue la cotation. Le renforcement de la latitude managériale aboutit vraisemblablement, dans ce second exemple, à une baisse de la création de valeur, en raison de l'accroissement des coûts de financement et de contrôle.

La réduction de l'espace discrétionnaire due à une surveillance étroite des investissements — par exemple, si le conseil d'administration renforce son contrôle pour certaines catégories d'investissement ou si les créanciers refusent de financer certains investissements jugés trop risqués — peut également être source de coûts. Les mécanismes de contrôle peuvent à l'occasion ralentir le processus de décision et entraîner l'échec de projets stratégiques rentables. Ils pénalisent également le dirigeant dans la mise en oeuvre d'une stratégie réputationnelle, sa valeur sur le marché managérial dépendant des projets qu'il entreprend. Inversement, un système de contrôle trop laxiste conduit souvent à des transferts de richesse au profit des dirigeants ou des catégories de *stakeholders* sur lesquelles ils s'appuient.

Ces exemples illustrent la complexité de la question du gouvernement des entreprises et de la répartition des pouvoirs dans l'entreprise. Un système de gouvernement souple, en offrant un espace discrétionnaire large aux dirigeants, leur permet de prendre des décisions permettant d'aboutir (éventuellement) à une plus forte création de valeur, dans la mesure où l'espace des choix est moins contraint, ne serait-ce que dans la représentation que s'en font les dirigeants ; en revanche, sous prétexte d'efficacité, il facilite les transferts de rentes entre *stakeholders* et les possibilités de spoliation. Tel est le dilemme du gouvernement des entreprises qui résulte du comportement présumé opportuniste des dirigeants ; opportunisme qu'il est difficile de nier au vu des nombreuses affaires survenues lors de ces dernières années. On en conclut qu'un système économique dans lequel l'attitude des dirigeants est moins orientée vers l'opportunisme, en raison des normes sociales et culturelles, doit normalement se traduire par l'attribution d'un espace

discrétionnaire plus étendu aux dirigeants et par conséquent, par une performance économique supérieure<sup>11</sup>.

La notion d'espace discrétionnaire qui sous-tend ce raisonnement reste cependant à préciser, car les dirigeants prennent leurs décisions non pas en fonction de la latitude discrétionnaire réelle dont ils disposent, mais de celle qu'ils perçoivent. Il est fréquent d'entendre des dirigeants prétendre que la législation nationale est particulièrement contraignante et paralysante, comparativement à celles d'autres nations, alors qu'un examen attentif et objectif de la réalité révèle parfois un résultat inverse. Au delà d'une interprétation en termes de *lobbying*, ces écarts entre perception et réalité, qui sont liés au caractère limité de la rationalité, posent le problème de l'identification des modèles mentaux qu'utilisent les dirigeants, tant pour interpréter leur environnement que pour représenter le système de gouvernement au sein duquel ils évoluent et prennent leurs décisions. Comme le prétendent Denzau et North [1993] dans un contexte plus général, pour comprendre les décisions en incertitude, il est nécessaire de pouvoir appréhender les liens entre les modèles mentaux des individus, les idéologies qui sont issues de ces modèles et les institutions sociales permettant de régir les relations interpersonnelles<sup>12</sup>. Ainsi, les représentations des rôles du conseil d'administration apparaissent très différentes selon les différents contextes nationaux. Il semble en particulier que son positionnement comme défenseur des intérêts des actionnaires soit directement associé à l'idéologie des dirigeants américains, qui ne semble pas partagée par les dirigeants français, au vu du rapport Viénot [1995, p.9], selon lequel l'action des administrateurs doit être inspirée par le seul souci de la société concernée, c'est-à-dire l'intérêt social.

L'étude de la relation entre le système de gouvernement et la latitude discrétionnaire semble donc passer par une compréhension préalable des modèles mentaux des dirigeants, notamment en matière de représentation du système de gouvernement des entreprises. Ce n'est que dans cette mesure que l'incidence de la latitude discrétionnaire sur la performance pourra véritablement être comprise et la pertinence d'une éventuelle réforme du système de gouvernement des entreprises, ou de certains de ses mécanismes, par exemple le conseil d'administration, appréciée.

### ***2.3. L'évolution des systèmes de gouvernement***

---

<sup>11</sup> - Pour une discussion des avantages concurrentiels que peuvent apporter les comportements éthiques et la présentation d'un paradigme intégrant les aspects économiques et éthiques, lire Jones (1995)

<sup>12</sup> - Selon Denzau et North (1993), les modèles mentaux sont les représentations créées par les systèmes cognitifs individuels pour interpréter l'environnement. Une idéologie est un cadre commun de modèles mentaux partagé par un groupe d'individus qui fournit simultanément une interprétation de l'environnement et un guide normatif pour structurer cet environnement. Enfin, les institutions sont les mécanismes externes (par rapport à l'esprit individuel) créés pour structurer et ordonner l'environnement. On peut remarquer que leur approche présente des similitudes avec l'école de la théorie des conventions (cf. par exemple, Orléan, A., 1994 et Gomez, P-Y, 1996).

Dans une perspective évolutionniste fondée sur la sélection naturelle — telle que par exemple celle retenue par Fama et Jensen [1983 a et b] — le principe d'efficacité voudrait que les systèmes de gouvernement les plus efficaces s'imposent, au moins sur le long terme. Cette vision optimiste suppose cependant que de nombreuses hypothèses soient satisfaites (Milgrom et Roberts, 1992]. En raison du caractère irréaliste de ces dernières, l'explication de l'évolution des formes institutionnelles fondée sur le principe d'efficacité, bien que séduisante et productive, semble peu convainquante comme en témoigne la survivance de nombreuses formes institutionnelles et organisationnelles apparemment inefficaces. Une explication alternative qui reposerait sur la recherche de rentes, apparaît plus plausible au vu de l'évolution historique. Il semblerait que les systèmes de gouvernement évoluent en fonction de la capacité des différentes catégories de *stakeholders* à créer des relations de pouvoir (par exemple, par la voie politique) de façon à s'approprier les rentes créées et que les spoliations d'intérêts soient fréquentes, au moins sur le court terme.

Les théories contractuelles des organisations sous leur forme habituelle (par exemple chez Williamson), qui s'appuient sur les principes d'efficacité et de sélection naturelle, supposent l'exogénéité du cadre institutionnel. Elles sont en conséquence inaptes à fournir une explication des changements institutionnels, en particulier en matière de gouvernement des entreprises. La théorie du changement institutionnel et organisationnel proposée par North, qui constitue une théorie des coûts de transaction élargie, peut permettre d'expliquer l'évolution des systèmes de gouvernement des entreprises. Rappelons les cinq propositions énoncées par North [1993] qui constituent la base de sa théorie du changement institutionnel :

(1) L'interaction continue entre les institutions et les organisations dans le cadre économique de la rareté et par suite, de la compétition, est la clé du changement institutionnel ;

(2) La compétition oblige les organisations à investir en permanence dans l'acquisition de compétences et de savoirs pour survivre. La nature des compétences et des savoirs acquis par les individus et leurs organisations font évoluer les perceptions en matière d'opportunités et donc les choix, ce qui entraîne une modification progressive des institutions ;

(3) Les types de compétences et de savoirs dont l'acquisition est perçue comme la plus rentable, dépendent du cadre institutionnel (notamment de la structure incitative qui lui est inhérente)<sup>13</sup> ;

(4) Les perceptions dépendent des construits (ou modèles) mentaux des joueurs ;

---

<sup>13</sup> - Par exemple, si le moyen le plus sûr de survivre et de générer des profits est liée à la corruption, les organisations investiront de façon à acquérir les meilleures compétences dans ce domaine. Le même raisonnement peut s'appliquer en substituant à la capacité corruptrice, la réputation d'honnêteté. Les compétences peuvent s'acquérir directement (par exemple en embauchant le personnel aux qualités requises) ou indirectement en recourant au processus politique de façon à inciter les pouvoirs publics à faciliter la production ou l'acquisition de ce type de compétences. Par exemple,

(5) Les économies de champ, les synergies et les externalités liées aux réseaux, associées à une matrice institutionnelle, font que le changement institutionnel survient presque toujours de façon progressive (sans rupture brutale) et dépend fortement des changements antérieurs (*path dependent*).

Dans cette perspective, les changements sont initiés par les "entrepreneurs", c'est-à-dire les responsables d'organisations — quelle que soit leur nature, économique, politique, sociale, religieuse... — en fonction des opportunités qu'ils perçoivent et qui sont associées, soit à des changements de l'environnement (changements de prix relatifs, évolution des préférences...), soit aux compétences et savoirs acquis et intégrés dans les modèles mentaux. Les modifications de ces derniers induisent elles-mêmes une perception différente de l'environnement. Un entrepreneur cherchera à faire évoluer le cadre institutionnel si cette stratégie lui semble plus rentable que le *statu quo*, c'est-à-dire si les gains anticipés des changements lui semblent supérieurs aux coûts supportés.

L'évolution du cadre institutionnel relatif au gouvernement des entreprises peut ainsi s'expliquer par les efforts déployés par les "entrepreneurs", dirigeants d'entreprises ou représentants des différents *stakeholders* (actionnaires, salariés, pouvoirs publics...), pour faire évoluer en leur faveur les règles du jeu, qu'elles présentent un caractère formel ou non. Appliquée à un aspect particulier du système de gouvernement, tel que le conseil d'administration, cette conception du changement institutionnel conduit à proposer une analyse différente de celles qui prévalent traditionnellement. Dans ces dernières, l'évolution du conseil d'administration — par exemple, l'adjonction d'administrateurs externes indépendants — représente un moyen de minimiser les coûts d'agence et correspond par conséquent à un gain d'efficacité. *A contrario*, la théorie du changement institutionnel n'y voit qu'une évolution dictée par les stratégies des "entrepreneurs". L'évolution actuelle des conseils d'administration des entreprises françaises, qui se manifeste principalement d'une part, par un renforcement du rôle des administrateurs indépendants et d'autre part, la mise en place de comités (notamment de comités d'audit), s'explique ainsi par l'action de différentes catégories d'entrepreneurs, représentant les groupes d'actionnaires minoritaires, les investisseurs institutionnels, les pouvoirs publics et les dirigeants eux-mêmes. Cette réforme semble notamment motivée par l'évolution des construits mentaux, sous l'influence des réformes entreprises dans les pays anglo-saxons et de la diffusion de ces dernières en raison de l'influence grandissante des investisseurs institutionnels étrangers. Bien entendu, cette diffusion s'explique par l'intérêt qu'y trouvent les actionnaires, mais également par l'accompagnement qu'en font les dirigeants d'entreprise. Ces derniers, dans la perspective de sauvegarder leur capital réputationnel (ou de préserver leur enracinement), ont intérêt à intervenir de

---

les entreprises peuvent inciter les pouvoirs publics à les aider à conquérir certains marchés étrangers en investissant dans certains réseaux ou en faisant évoluer la législation dans le sens souhaité.

façon à imposer une réforme contrôlée et souple du système de gouvernement des entreprises, s'inscrivant dans la continuité du cadre institutionnel existant, plutôt que de se voir imposer par la voie politique et législative des changements brutaux qui risqueraient de déséquilibrer fortement les rapports de pouvoir existants à leur détriment. Cette interprétation de l'évolution d'un organe tel que le conseil d'administration devrait cependant, pour être plus convainquante, être complétée par une réflexion générale sur le système de gouvernement et l'ensemble de ses composantes.

## **Conclusion**

La conclusion qui s'impose à l'issue de ces développements est que la théorie du gouvernement des entreprises reste à construire. Si les théories contractuelles des organisations ont fourni les premiers éléments d'une telle construction, elles semblent actuellement rencontrer un certain nombre de limites dues d'une part, à la pauvreté de la représentation du comportement des dirigeants qu'elles retiennent, lesquels restent principalement passifs et d'autre part, aux principes explicatifs — les principes d'efficacité et de sélection naturelle — qui les sous-tendent.

Plusieurs perspectives théoriques peuvent relayer les approches initiales pour construire une telle théorie, notamment en faisant appel à la notion de latitude discrétionnaire des dirigeants qui semble centrale. Si les théories de l'enracinement, de la réputation managériale, voire de la dépendance envers les ressources suggèrent des pistes productives pour expliquer le comportement des dirigeants, il semble qu'elles n'apportent que des matériaux très fragmentaires pour construire une véritable théorie de la latitude managériale et du gouvernement des entreprises. La piste qui apparaît la plus prometteuse, de par son caractère très général et ses fondements théoriques semble être celle de la théorie du changement institutionnel proposée par North. En particulier, le rôle qu'elle attribue aux construits mentaux et la possibilité qu'elle offre d'endogénéiser l'explication des changements institutionnels organisationnels, notamment dans le domaine particulier du gouvernement des entreprises, permettent en élargissant très significativement la théorie des coûts de transaction sous sa forme traditionnelle (au sens de Williamson), de proposer des explications plus convaincantes du fonctionnement et de l'évolution des systèmes de gouvernement des entreprises que celles qui prévalent actuellement. Cette théorie, fondée explicitement sur la rationalité procédurale et faisant appel aux notions de modèles mentaux et d'institutions, présente en outre l'avantage de rapprocher les paradigmes économiques et sociologiques, traditionnellement opposés dans l'étude des organisations.

## **BIBLIOGRAPHIE**

ALCHIAN, A.A. et DEMSETZ, H. : Production, information costs and economic organization, *American Economic Review*, Vol.62, 1972.

- AOKI, M. : The Japanese firm as a system of attributes : a survey and research agenda, *Revue d'Économie Industrielle*, n° exceptionnel, hors-série, 1995.
- BRETON, A. et WINTROBE, R. : The logic of bureaucratic conduct, Cambridge University Press, 1982.
- CASTANIAS, R.P. et HELFAT, C.E. : Managerial and windfall rents in the market for corporate control, *Journal of Economic Behavior and Organization*, Vol.18, 1992.
- CHARREAUX, G. : La théorie des transactions informelles : une synthèse, *Economies et Sociétés*, Série Sciences de gestion, n°15, 1990.
- CHARREAUX, G. : Conseil d'administration et pouvoirs dans l'entreprise, *Revue d'Économie Financière*, n°31, Hiver 1994.
- CHARREAUX, G. : Mode de contrôle des dirigeants et performance des firmes, *Revue d'Économie Industrielle*, n° exceptionnel, hors-série, 1995.
- CHARREAUX, G. : Vers une théorie du gouvernement des entreprises, *Cahier du CREGO*, n°9603, Université de Bourgogne, 1996.
- CHARREAUX, G. et PITOL-BELIN, J.P. : Le conseil d'administration, Vuibert, 1990.
- COLEMAN, J. : The foundations of social theory, Harvard University Press, 1990.
- DENZAU, A.T. et NORTH, D.C. : Shared mental models : ideologies and institutions, papier de recherche, Center for politics and economics, Claremont Graduate School et Center for the study of political economy, Washington University (St. Louis), septembre 1993.
- FAMA, E. F. : Agency problems and the theory of the firm, *Journal of Political Economy*, Vol.88, 1980.
- FAMA, E. F. , JENSEN, M.C. : Agency problems and residual claims, *Journal of Law and Economics*, Vol.26, 1983 a .
- FAMA, E. F. , JENSEN, M.C. : Separation of ownership and control, *Journal of Law and Economics*, Vol.26, 1983 b .
- GARVEY, G.T. et SWAN, P.L. : The disciplinary role of debt in a hierarchical organization, *Research in Finance*, Vol.10, 1992.
- GARVEY, G.T. et SWAN, P.L. : The economics of corporate governance : beyond the Marshallian firm, *Journal of Corporate Finance*, Vol.1, n°2, 1994.
- GHOSHAL, S. et MORAN, P. : Bad for practice : a critique of the transaction cost theory, *Academy of Management Review*, Vol.21, n°1, 1996.
- GOMEZ, P-Y. : Le gouvernement de l'entreprise, InterEditions, 1996.
- HAMBRICK, D.C. et ABRAHAMSON, E. : Assessing managerial discretion across industries : a multimethod approach, *Academy of Management Journal*, Vol.38, n°5, 1995.
- HART, O. : An economist's perspective on the theory of the firm, in O.E. WILLIAMSON, ed., *Organization theory*, Oxford University Press, 1990.

- HIRSHLEIFER, D. : Managerial reputation and corporate investments decisions, *Financial Management*, Été 1993.
- JENSEN, M.C. : Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers, *American Economic Review, Papers and proceedings*, 1986.
- JENSEN, M.C. et MECKLING, W.H. : Theory of the firm : managerial behavior, agency costs and ownership structure, *Journal of Financial Economics*, Vol.3, 1976.
- JONES, T.M. : Instrumental *stakeholder* theory : a synthesis of ethics and economics, *Academy of Management Review*, Vol. 20, n°2, 1995.
- LANG, L., POULSEN, A. et STULZ, R. : Asset sales, firm performance, and the agency costs of managerial discretion, *Journal of Financial Economics*, Vol.37, 1995.
- MILGROM, P. , ROBERTS, J. : *Economics, organization and management*, Prentice Hall, 1992.
- MYERS, S.C. : Still searching for optimal capital structure, communication aux Journées Internationales de l'AFFI, Juin 1990.
- NORTH, D. : *Institutions, institutional change and economic performance*, Cambridge University Press, 1990.
- NORTH, D.C. : Five propositions about institutional change, *Papier de recherche*, Center for the study of political economy, Washington University (St. Louis), septembre 1993.
- NORTH, D.C. : Institutional change : a framework of analysis, *Papier de recherche*, Center for the study of political economy, Washington University (St. Louis), décembre 1994.
- ORLÉAN, A. : *Analyse économique des conventions*, P.U.F., 1994.
- OUCHI, W. : A conceptual framework for the design of organization control mechanisms, *Management Science*, Vol.25, 1979.
- PAQUEROT, M. : *Stratégies d'enracinement des dirigeants et performances de la firme*, *Revue Française de Gestion*, à paraître.
- PAQUEROT, M. : *Stratégies d'enracinement des dirigeants et prises de contrôle d'entreprises*, thèse de doctorat, Université de Bourgogne, IAE Dijon, 1996.
- PAUL, J.M. : On the efficiency of stock-based compensation, *Review of Financial Studies*, Vol.5, n°3, 1992.
- PFEFFER, J. : *Power in organizations*, Pitman Publishing, 1981.
- Rapport Viénot : *Le conseil d'administration des sociétés cotées*, CNPF, Éditions Techniques Professionnelles, juillet 1995.
- RAVID, S.A. et SUDIT, E.F. : Power seeking managers, profitable dividends and financing decisions, *Journal of Economic Behavior and Organization*, Vol.25, 1994.
- SHLEIFER, A. et VISHNY, R.W. : Value maximization and the acquisition process, *Journal of Economic Perspectives*, Vol.2, 1988.

SHLEIFER, A. et VISHNY, R.W. : Management entrenchment : the case of manager specific investments, *Journal of Financial Economics*, Vol.25, 1989.

SHLEIFER, A. et VISHNY, R.W. : Liquidation values and debt capacity : a market equilibrium approach, *Journal of Finance*, Vol.47, 1992.

STIGLITZ, J.E. et EDLIN, A .S. : Discouraging rivals : managerial rent seeking and economic insufficiencies, NBER Working paper series, n°4145, 1992.

USUNIER, J.C. et VERNA, G. : Ethique des affaires et relativité culturelle, *Revue Française de Gestion*, n°99, Juin-Juillet-Août 1994.

WILLIAMSON, O.E. : *The economics institutions of capitalism*, Free Press, 1985.