

Le point sur...

Le gouvernement des entreprises

Gérard CHARREAUX(*)
Philippe DESBRIÈRES (**)

Juillet 1997

Version provisoire

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

(**) Professeur en Sciences de Gestion, Directeur de l'Iae de Dijon

IAE DIJON - CREGO / LATEC

2, Bd Gabriel, Pôle d'Économie et de Gestion, BP 26611, 21066 Dijon
Cédex ;

Tel. 03.80.39.54.35; Fax. 03.80.39.54.88

E-mail : gerard.charreaux@satie.u-bourgogne.fr

La question du gouvernement des entreprises (désormais GE) est le plus souvent abordée dans une perspective normative et réformatrice qui conduit par exemple à des prises de position, telles que celle contenue dans le rapport Viénot. Le plus souvent, on prétend que les entreprises françaises seraient dominées dans la lutte concurrentielle internationale en raison des défaillances de leur système de gouvernement qui laisserait trop de latitude aux dirigeants et conduirait à une allocation inefficace des ressources. Au vu de la performance à long terme de l'économie française, une telle conclusion est vraisemblablement hâtive. Elle présente cependant le mérite de poser le problème du GE en liaison avec la performance économique, c'est-à-dire la création de valeur, le contenu de cette notion, trop souvent assimilée à l'enrichissement des seuls actionnaires, demandant cependant à être précisé.

L'entreprise, selon les visions qui prévalent actuellement, apparaît comme un noeud de contrats, une coalition, une coopérative réunissant les différents apporteurs de ressources (actionnaires, dirigeants, créanciers, salariés, pouvoirs publics...). Il y a création de valeur si le surplus obtenu par l'entreprise permet de rémunérer les différents apporteurs au delà de leur coût d'opportunité. Rapportée aux seuls apporteurs de ressources financières, cette règle revient à dire que la rentabilité des investissements doit être supérieure au coût du capital.

Les dirigeants jouant un rôle central dans la création de valeur, le système de GE sera défini comme l'ensemble des mécanismes organisationnels ayant pour effet de délimiter les pouvoirs et d'influencer les décisions (notamment de financement et d'investissement) des dirigeants, autrement dit, qui « gouvernent » leur conduite et définissent leur espace discrétionnaire. Selon cette définition, le système de GE est à appréhender dans ses conséquences sur les décisions des dirigeants qui déterminent la création de valeur.

Avant de prendre une quelconque position normative, il importe de comprendre le fonctionnement des différents systèmes existants. L'observation révèle de grandes différences entre les différents systèmes nationaux. Il est notamment coutumier d'opposer la forme anglo-saxonne, censée être dominée par les marchés, à la forme germano-nipponne, caractérisée par les réseaux, sans qu'apparemment il y ait un consensus sur le système qui conduise à la création de valeur maximale. À un niveau inférieur, comment peut-on expliquer que des formes organisationnelles concurrentes, telles que par exemple les sociétés et les mutuelles, voire publiques ou privées, rivalisent dans certains secteurs, sans qu'apparemment aucune ne domine systématiquement l'autre sur longue période ?

L'objectif de cet article est double. Premièrement, il donne un aperçu des grilles de lecture théoriques permettant d'éclairer le débat sur le GE qui se résume trop souvent à des considérations normatives, non dépourvues d'a priori idéologiques. Deuxièmement, et en fonction des grilles de lectures présentées, il propose un certain nombre de réflexions sur le système français de GE, fondées sur les résultats de recherches récentes.

I Les principales grilles de lecture des systèmes de GE

Cette présentation part de la vision traditionnelle du gouvernement de l'entreprise qui prévaut tant dans les milieux académiques que financiers. Elle repose sur deux principes : le monisme et l'efficacité. Le premier principe revient à considérer que la transaction liant les actionnaires aux dirigeants est déterminante pour appréhender le lien entre les systèmes de GE et la création de valeur. Le second principe apparaît plus fondamental. Les théories explicatives dominantes des systèmes de GE participent majoritairement du principe d'efficacité selon lequel seules survivent à terme les organisations les plus fortement créatrices de valeur, ou sous une forme atténuée et approximativement équivalente, qui minimisent les coûts associés aux différentes transactions qui s'établissent entre la firme et ses différents partenaires. Selon cette vision, les systèmes existants représentent des équilibre organisationnels supposés efficaces au moins sur le long terme.

Le pouvoir explicatif réduit de la vision traditionnelle, notamment lorsqu'on l'applique aux systèmes de gouvernement non anglo-saxons et sa dimension idéologique ont conduit à une double remise en cause. La première consiste à élargir l'analyse à l'ensemble des transactions existants entre la firme et ses différents partenaires de façon à proposer une vision pluraliste de la firme. La seconde, plus critique, conduit à s'écarter du principe d'efficacité et à retenir une vision moins panglossienne, fondée notamment sur les stratégies d'enracinement des dirigeants.

1. La vision traditionnelle du gouvernement des entreprises

Sous l'influence anglo-saxonne, qui accorde un rôle déterminant aux marchés financiers, la recherche sur le GE a été initialement axée sur la seule transaction dirigeants-actionnaires, faisant suite ainsi au débat inauguré par Berle et Means (1932) sur les conséquences néfastes de la séparation des fonctions de propriété et de direction dans les grandes entreprises managériales. Outre cette raison institutionnelle, la vision moniste trouve une autre justification dans la théorie financière traditionnelle qui considère les actionnaires comme les seuls créanciers résiduels et où la création de valeur s'appréhende à partir de la seule richesse des actionnaires supposés détenir l'intégralité des droits de propriété.

Cette vue moniste a conduit principalement à s'interroger sur les modes de gestion de la transaction actionnaires-dirigeants. À la suite des travaux de Jensen et Meckling (1976), Fama (1980) et Fama et Jensen (1983 a et b), l'attention a particulièrement été portée sur les mécanismes, externes ou internes à l'entreprise, censés réduire les conflits entre dirigeants et actionnaires, en vue d'accroître la création de valeur. Selon le principe d'efficacité, reposant lui-même sur le principe de sélection naturelle, les configurations de systèmes de GE qui existent sont celles qui permettent comparativement de maximiser la richesse des actionnaires ; les entreprises mal gouvernées devant disparaître au moins sur le long terme.

Les réflexions théoriques ont notamment porté sur la discipline exercée par le marché financier au moyen des prises de contrôle, par le marché des dirigeants, censé permettre l'évaluation de la capacité managériale des dirigeants et par le conseil d'administration, vecteur

supposé privilégié du contrôle des actionnaires. La modélisation a progressivement gagné en réalisme et en pouvoir explicatif en s'écartant du schéma initial caricatural de l'entreprise managériale à actionnariat diffus, peu répandue, et en intégrant les différentes catégories d'actionnaires (institutionnels, actionnaires familiaux, structure de holdings...), de façon à mieux prendre en compte les structures actionnariales réelles, en particulier celles des entreprises européennes ou japonaises.

L'efficacité du contrôle exercé par les actionnaires a fait l'objet de très nombreuses investigations, tenant compte de la structure de l'actionnariat (actionnaires dominants, institutionnels, financiers...), de la composition du conseil d'administration (administrateurs indépendants ou non, internes ou externes...), des leviers disciplinaires à la disposition du conseil (politique de rémunération, éviction des dirigeants...). De multiples études empiriques ont tenté de cerner les liens entre ces différentes variables et la performance de l'entreprise évaluée du seul point de vue de la richesse des actionnaires, mesurée à partir de la valeur boursière, l'efficacité supposée des marchés financiers justifiant le choix de cette dernière, qui par ailleurs a l'immense mérite d'être facilement observable et disponible.

Les résultats obtenus restent le plus souvent ambigus et contradictoires. Les liens supposés entre l'activité du marché des prises de contrôle, l'indépendance du CA, la mobilité des dirigeants ou la relation présumée entre la rémunération de ces derniers et la performance sont loin d'avoir été systématiquement confirmés. Il semble notamment que les prises de contrôle ne puissent s'expliquer par le seul souci de corriger la performance des dirigeants. Au delà des difficultés économétriques, une des principales difficultés pour tester ces théories est liée à l'absence d'indépendance des différents mécanismes invoqués qui peuvent jouer de façon substituable ou complémentaire. Ainsi, il apparaît par exemple que l'indépendance des administrateurs facilite les prises de contrôle. De même, l'efficacité du CA au travers de sa composition ne peut être appréhendée sans tenir compte de la structure de l'actionnariat. Ces remarques conduisent à une première conclusion importante, l'examen de l'efficacité d'un mécanisme disciplinaire, indépendamment du système duquel il relève n'a pas grand sens ; l'analyse de l'efficacité et du fonctionnement d'un système de GE, même lorsqu'elle porte sur la seule transaction actionnaires-dirigeants, ne peut se faire à partir de l'étude d'un mécanisme considéré isolément, par exemple le CA.

En prolongement de la littérature financière, la recherche stratégique s'est attachée à comprendre comment les modes disciplinaires agissaient sur la création de valeur. On a ainsi pu mettre en évidence des liens entre la composition du CA, les modes de rémunérations, les types de contrôle utilisés et les choix stratégiques (Hill, Godard). La plupart de ces travaux cependant se limitent à l'examen de l'influence d'un seul mécanisme, le CA ou la composition de l'actionnariat (par exemple les actionnaires institutionnels).

Si la vision moniste présente des avantages importants, notamment ceux de la simplicité

et de la possibilité de mesurer aisément la création de valeur, elle présente de nombreuses limites. Premièrement, comme l'ont révélé les multiples études empiriques, même aux États-Unis, où le rôle des marchés financiers est le plus développé, la vision moniste a un pouvoir explicatif très limité du système de GE. Deuxièmement, comme se plaît par exemple à le souligner Stiglitz (1985), elle constitue d'une certaine manière un triomphe de l'idéologie sur les faits, lorsqu'on considère, même aux États-Unis, la faible importance du marché des actions dans le financement des entreprises, l'apport net de capital ayant même été négatif ces dernières années. Troisièmement, elle suppose dans ses versions les plus naïves un comportement passif des dirigeants, supposés subir l'action des mécanismes disciplinaires ce qui conduit à surévaluer leur efficacité.

2. La vue pluraliste du gouvernement des entreprises

Plusieurs arguments justifient l'introduction d'une vision pluraliste de la firme pour mieux comprendre les différentes formes de GE. Premièrement, l'analyse du processus de création de valeur au travers des décisions des dirigeants montre que celles-ci ne sont pas uniquement contraintes par les actionnaires et les marchés financiers. L'espace discrétionnaire des dirigeants est également fortement modelé par les mécanismes mis en place par les autres stakeholders, apporteurs de ressources, notamment les créanciers (en particulier les banques), les salariés, les pouvoirs publics, ou non, les consommateurs et plus généralement, les différents groupes de pression sociétaux. La discipline des dirigeants n'est pas l'apanage des actionnaires ; le système de GE comme le soutient notamment Aoki (1994) à propos du système japonais, représente un ensemble de mécanismes complémentaires ; les fonctionnements des différents marchés (financier, travail et biens et services) sont liés. Seule la compréhension des interactions entre les différents mécanismes peut permettre de comprendre le fonctionnement des systèmes de GE et d'appréhender leur efficacité.

Deuxièmement, les développements de la théorie des droits de propriété, montrent que la propriété entendue (au sens économique) comme la détention conjointe des droits de contrôle résiduels et des droits à l'appropriation des gains résiduels n'est pas du seul ressort des actionnaires. Il est difficile par exemple de prétendre que la propriété des grandes sociétés par actions (à actionnariat diffus) appartient aux seuls actionnaires alors que ces derniers n'ont quasiment aucun pouvoir décisionnel ; inversement, de nombreux partenaires (par exemple les dirigeants ou les salariés) peuvent prétendre à une propriété partielle dans la mesure où leur patrimoine subit les conséquences des décisions de la firme. L'observation montre de fait un démembrement important de la propriété et des schémas de répartition très différents, par exemple l'existence simultanée de différents types de sociétés dans une même activité. Conformément au principe d'efficacité, ces différentes répartitions sont censées pouvoir s'expliquer par leur capacité à maximiser la valeur des capitaux investis par l'ensemble des partenaires dans leur relations avec la firme.

Troisièmement et en prolongement de l'argument précédent, on ne peut réduire la création de valeur au seul enrichissement des actionnaires, ce qui revient à ignorer celle qui se fait, par exemple, sous forme de capital humain ou par amélioration du cadre de vie (qualité de l'environnement, sécurité...). La focalisation sur la richesse des actionnaires peut en outre masquer le fait que leur enrichissement soit issu d'un transfert de valeur se faisant au détriment des autres partenaires ; dans ce dernier cas, le principe d'efficacité n'est plus respecté. Enfin, le souci de disposer d'une mesure opérationnelle de la création de valeur ne doit pas faire oublier que ce n'est pas parce qu'on ne dispose pas d'un marché pour mesurer la création (ou la destruction...) de valeur que cette dernière ne se fait pas!

Ces différentes critiques et cette extension de l'analyse ont conduit à enrichir la représentation des systèmes de GE pour mieux comprendre la formation de la valeur. Des travaux ont été entrepris pour appréhender l'influence et le rôle des autres partenaires, en particulier des créanciers (notamment les banques), des salariés, ou des pouvoirs publics. Précisons que cette extension peut conduire à reconsidérer le rôle de certains mécanismes tels que le CA et à justifier la présence d'administrateurs représentant les créanciers, les salariés, voire même la présence des dirigeants au conseil, avec le souci pour ces derniers de sauvegarder leur capital managérial (Williamson, 1985).

3. Le principe d'efficacité contesté

Selon le principe d'efficacité, les systèmes de GE apparaissent comme des arrangements organisationnels efficaces, les arrangements inefficaces étant éliminés sur le long terme. Cette élimination entraîne des conséquences à plusieurs niveaux. Les entreprises dont le système spécifique de GE est mal agencé doivent disparaître, les formes inadaptées de GE (certains types de sociétés) doivent tomber en désuétude, les économies dont les systèmes de GE sont inadaptés sont dominées et doivent périr. Les différents mécanismes censés modeler l'espace discrétionnaire du dirigeant ne trouvent leur justification que comme moyens d'aligner les intérêts des différents stakeholders. Telle est notamment l'interprétation du CA, qu'on analyse cet organe du seul point de vue de la transaction actionnaires-dirigeants ou de l'ensemble des transactions.

Les multiples doutes émis sur la capacité de certains mécanismes à assurer une discipline efficace des dirigeants ont conduit à proposer une approche alternative, opposée à la vision traditionnelle. Selon cette approche, apparentée à la théorie de la recherche de rentes, qu'on peut qualifier de première théorie de l'enracinement (Shleifer et Vishny, 1989), les dirigeants, cherchant à maximiser la valeur de leur capital managérial ne resteraient pas passifs face aux différents mécanismes disciplinaires et chercheraient à les neutraliser de façon à disposer d'une latitude managériale maximale. Ils chercheraient ainsi à s'enraciner en neutralisant le CA (en désignant des administrateurs fidèles), en réalisant des investissements spécifiques dont la valeur dépendrait fortement de leur présence à la tête de l'entreprise, ou encore qui seraient

difficilement évaluables par les actionnaires (Stiglitz et Edlin, 1995). Ainsi, certaines opérations de croissance externe ou certains investissements en recherche et développement ne se justifieraient pas par un souci de création de valeur, mais par une préoccupation d'enracinement. Le CA ne permettrait pas de surveiller les dirigeants, mais au contraire, contrôlés par des administrateurs inféodés, il servirait les intérêts des dirigeants. De même, le marché des dirigeants, ne serait pas un marché concurrentiel facilitant le remplacement des dirigeants inefficaces, mais un ensemble de réseaux ayant pour but de protéger leurs affiliés et de leur faciliter l'accès aux postes-clés. Dans cette version extrême, l'enracinement est destructeur de valeur et les mécanismes censés précédemment accomplir une fonction disciplinaire, seraient au contraire des leviers aux mains des dirigeants pour étendre leur latitude discrétionnaire. La théorie de l'enracinement permet d'expliquer un certain nombre de faits non expliqués par la théorie traditionnelle ; elle rejoint en outre souvent le sens commun et permet d'expliquer certaines spoliations. Reposant implicitement sur la notion de pouvoir discrétionnaire du dirigeant, elle réintroduit le dirigeant, maillon central, dont le rôle était réduit, sinon absent dans la vision traditionnelle.

La théorie de l'enracinement dans sa version brutale, qui suppose un comportement opportuniste extrême des dirigeants, n'explique également que très partiellement les systèmes de GE. Dans un effort de synthèse, il est possible de concilier la théorie de l'enracinement et le principe d'efficacité. Le point de départ de cette synthèse consiste à mettre en évidence l'influence positive de la latitude discrétionnaire des dirigeants sur la création de valeur. Selon Castanias et Helfat (1992), les rentes managériales, issues des capacités managériales supérieures des dirigeants sont une condition nécessaire de la création de valeur ; elles ne peuvent apparaître que dans la mesure où le dirigeant est protégé contre leur expropriation. Le problème n'est pas tant de protéger les actionnaires, qu'on rémunérera au niveau de rentabilité d'équilibre, que de préserver les intérêts des dirigeants. Le système de GE au delà de la protection des intérêts des différents partenaires doit surtout permettre aux dirigeants d'entreprendre les investissements les plus fortement créateurs de valeur. L'absence totale de latitude discrétionnaire aurait un coût supérieur aux gains issus de l'alignement des intérêts entre les stakeholders et les dirigeants (Garvey et Swan, 1994).

L'enracinement optimal des dirigeants apparaît ainsi comme le résultat d'un processus d'optimisation entre les coûts du contrôle et les gains liés à une plus grande latitude discrétionnaire (plusieurs niveaux d'équilibre étant d'ailleurs possibles). L'enracinement serait ainsi réconcilié avec l'efficacité ; les systèmes de GE seraient des arrangements organisationnels optimaux. Le CA ne serait pas uniquement un organe chargé de préserver les intérêts des actionnaires (ou des autres stakeholders), quitte à orienter les dirigeants vers des politiques inefficaces (afin de sauvegarder leurs postes à court terme), mais de trouver le juste milieu entre la protection des intérêts des différents partenaires et la latitude suffisante pour choisir la politique d'investissement permettant de maximiser la création de valeur. Une telle théorie

permet de comprendre les liens apparemment ténus qui existent entre certains mécanismes et la performance de l'entreprise ou le fait que certaines économies puissent apparaître également performantes avec des compromis différents entre discipline et latitude discrétionnaire ; un tel schéma n'a cependant pas été validé. Une véritable validation passe notamment par l'analyse de l'incidence des mécanismes disciplinaires et de la latitude discrétionnaires sur la politique d'investissement.

La théorie de l'enracinement optimal, quelle que soit son intérêt, reste cependant incapable de proposer une explication suffisamment convaincantes des évolutions des différents systèmes de GE. Ces dernières semblent a priori mieux s'expliquer selon un schéma de recherche de rentes. Comme le soulignent Albert (1991) et Aoki (1994), l'extension actuelle du modèle anglo-saxon ne semble pas due à ses vertus en termes d'efficacité, au vu de sa performance moyenne sur les dernières décennies.

II Le système français de gouvernement

Montrons l'intérêt des grilles de lecture précédentes en les appliquant au cas particulier du système français de GE.

1. Le système de GE français selon la vision traditionnelle

Rappelons que selon la vision traditionnelle, la transaction déterminante est celle qui lie les actionnaires aux dirigeants. Il importe selon cette approche de minimiser les coûts résultant des conflits d'intérêts entre ces deux partis. Les principaux mécanismes disciplinaires permettant d'aligner les intérêts divergents sont censés être les marchés financiers (notamment via les prises de contrôle hostiles), le marché des dirigeants et le conseil d'administration. Considérons les successivement.

Le marché financier

Contrairement aux marchés anglo-saxons, et à l'instar du marché financier allemand, le marché des prises de contrôle est peu actif en France. En particulier les prises de contrôle hostiles sont particulièrement peu fréquentes. Schatt (1995) notamment n'identifie que 11 offres hostiles sur la période 1981-1991. En outre lorsqu'elles interviennent, il ne s'agit pas nécessairement de pallier une gestion défailante. Le rôle disciplinaire du marché financier peut également être appréhendé par sa capacité à assurer une évaluation et une liquidité permanentes facilitant la fonction disciplinaire des actionnaires, selon le principe du vote par les pieds. Cependant, la relation entre le taux de rotation des titres et la performance reste incertaine (Charreaux, 1991).

Le marché des dirigeants

Le marché des dirigeants est censé jouer un rôle déterminant pour discipliner les dirigeants. Ce rôle n'est effectif cependant, que si la valeur du dirigeant est liée à ses performances. Les actifs managériaux n'étant pas cotés, il est difficile d'apprécier dans quelle

mesure le marché managérial assume son rôle. On prétend le plus souvent que le marché français des dirigeants assumerait peu efficacement sa fonction allocative en raison de sa forte segmentation. Les dirigeants des entreprises françaises les plus importantes ont en effet un profil et une origine particulièrement marqués ; ils sont très majoritairement issus soit de l'X ou de l'ENA et plus spécialement des grands corps, soit, dans une moindre mesure, de la famille fondatrice (Joly, 1996 ; Pigé, 1996). Ainsi, le recrutement du dirigeant s'effectue d'autant plus par promotion interne que celui-ci dispose de l'appui des membres de la famille contrôlant la firme. Inversement, les dirigeants issus des grands corps de l'Etat (et disposant d'un réseau relationnel étendu) sont intégrés par recrutement externe (Pigé, 1996). Le marché du travail n'assumerait véritablement ses fonctions d'évaluation et de sélection que pour les dirigeants non issus de ces filières. On en conclut le plus souvent que la performance des entreprises gérées par des dirigeants échappant à la discipline du marché managérial devrait être inférieure. Cependant selon Pigé (1996), la voie d'accès au poste de dirigeant ne semble pas avoir d'influence significative sur la performance de la firme.

Il semble donc prématuré de conclure que l'organisation particulière du marché des dirigeants en France est contraire à l'efficacité. Même si la segmentation du marché est a priori synonyme d'inefficacité, il semblerait que d'autres facteurs compensent cette dernière. Ainsi, on peut penser que l'appartenance à des réseaux facilite l'accès à l'information et réduit les coûts de transaction, qu'il existe une discipline de type clanique, ou encore que la latitude discrétionnaire supérieure dont disposent les dirigeants « protégés » implique une meilleure capacité à gérer à long terme ou tout au moins minore les coûts liés aux manoeuvres d'enracinement.

Le contrôle par les actionnaires et le conseil d'administration

La question du CA est indissociable de celle de la structure de l'actionnariat qui conditionne la répartition du pouvoir. La vision contractuelle traditionnelle du CA initiée par Fama et Jensen qui en fait un outil fondamental du contrôle des dirigeants n'est véritablement pertinente que pour les sociétés managériales, où la diffusion du capital ne permet pas aux actionnaires d'exercer un contrôle direct. Charreaux et Pitol-Belin () ont montré que pour les entreprises françaises cotées, le rôle et la composition du conseil variaient sensiblement selon le type de société, managériale, familiale ou contrôlée. Charreaux (1991) montre notamment que la composition du CA n'a pas d'incidence sur la performance dans les entreprises cotées familiales.

Le CA en fait n'a véritablement un rôle disciplinaire que pour les entreprises où aucune coalition majoritaire d'actionnaires n'est à même d'exercer un contrôle direct. Ce schéma est peu répandu pour les sociétés françaises ce qui justifie les résultats des différentes études qui mettent en évidence un pouvoir de contrôle très limité du CA dans les sociétés françaises (Charreaux et Pitol-Belin (), Vuchot Ward et Howell ()). Premièrement, il n'est pas inutile de rappeler que les sociétés françaises cotées (de même que les sociétés allemandes) sont peu nombreuses et

représentent une faible part du PNB comparativement aux pays anglo-saxons et au Japon. Deuxièmement, comme le soulignent Franks et Mayer (1994), la concentration du capital est importante ; en 1990, sur les 170 sociétés cotées les plus importantes, 79% avaient un actionnaire détenant plus de plus de 25% du capital (à titre comparatif, 85% en Allemagne, 16% en Grande-Bretagne). Notamment, selon Tnani (1997) le taux de participation des dirigeants dans le capital des firmes qu'ils gèrent est significatif. Avec l'actionnariat familial, ils disposent d'une participation moyenne de 17%, ce qui en fait le premier groupe homogène d'actionnaires des firmes cotées. Ils sont en effet majoritaires dans plus d'une société sur quatre avec un taux de participation supérieur à 55%. Cette participation financière des dirigeants est un facteur important de motivation et d'incitation à la performance et d'alignement avec les intérêts des actionnaires (Desbrières, 1997b). Par ailleurs, Belin-Munier montre en 1993 que les holdings représentent le tiers des sociétés cotées françaises, Tnani trouve que les holdings dans 21% des cas constituent l'actionnaire majoritaire. Le contrôle des dirigeants des sociétés françaises est donc le plus souvent exercé directement par l'actionnaire dominant, le CA n'étant alors qu'une courroie de transmission, ce qui d'ailleurs n'exclut pas qu'il puisse assumer d'autres rôles (conseil, interface...).

Cependant, et de même que pour les sociétés des autres nations, la relation entre la structure de propriété (et indirectement le taux de participation des dirigeants) et la performance des firmes françaises cotées est cependant complexe. Si aucun lien statistique significatif n'est mis en évidence au niveau de la performance des fonds propres, il n'en va pas de même au sujet de la performance économique définie relativement à l'ensemble des capitaux financiers investis), les firmes familiales (dirigées par leurs propriétaires) apparaissent plus performantes (Charreaux, 1991, Allouche et Amann ?).

Quelle que soit la structure de l'actionnariat, l'alignement des intérêts des dirigeants et des actionnaires se fait selon deux vecteurs principaux : la rémunération et la révocation. En France, la rémunération du dirigeant apparaît fixée en fonction du niveau de responsabilité, du prix du marché et de la performance de la firme, le secteur d'activité apparaissant peu influent (Pigé, 1997). La plupart des études montrent qu'environ 80% des dirigeants bénéficient d'une rémunération variable (composée de primes et d'un intéressement) qui représenteraient en moyenne le tiers de la rémunération totale. Le calcul du bonus des Pdg repose soit sur le résultat net (pour deux tiers des cas), soit sur le bénéfice par action ou la rentabilité des capitaux investis. Les trois-quarts des dirigeants des grandes entreprises bénéficieraient d'un plan d'option sur actions, qui représenterait le plus souvent une valeur d'une à deux fois leur salaire annuel. La relation entre la performance et la rémunération apparaît faible et n'est significative que pour la composante variable de la rémunération.

La révocation du dirigeant apparaît être un moyen plus direct de sanction. Dherment-Ferère (1996) estime à un tiers le nombre de cas où le départ du dirigeant a été imposé. Selon Pigé (1993) le lien entre la performance et le *turnover* des dirigeants apparaît faible, même si la

performance financière est corrélée négativement avec l'âge de départ des dirigeants et la durée des fonctions, et positivement avec le taux de rotation. La durée moyenne des mandats des dirigeants est de 7 ans pour les sociétés contrôlées, 11 ans pour les sociétés familiales et 13 ans pour les managériales, ce qui semble impliquer un fort enracinement des dirigeants de ces dernières. La présence d'un actionnaire important joue contre l'enracinement ; plus le taux de participation des actionnaires connus est élevé, plus on constate une rotation importante. Dherment-Ferère montre que seuls les départs de dirigeants imposés par les actionnaires ont une incidence positive et que l'impact du changement de dirigeant sur la richesse des actionnaires varie selon le contexte et la nature du successeur. Ainsi, Lorsque le successeur est interne, l'impact est indépendant de la performance ; en revanche, si le successeur est externe, l'effet est d'autant plus favorable que la performance était faible.

Conclusion et critique de la vision traditionnelle

La vision stéréotypée du GE au travers de la relation actionnaires-dirigeants semble peu adaptée au modèle français. Le marché des prises des contrôles hostiles est quasiment inexistant et la relation entre performance et activité des titres n'est pas établie. Le marché des dirigeants fortement segmenté semble présenter de fortes inefficiences et accorder peu d'importance à la performance réalisée. Enfin, en raison de la structure de l'actionnariat, le contrôle des dirigeants s'effectue le plus souvent de façon directe, le rôle disciplinaire du conseil semblant la plupart du temps très limité. De fait dans le modèle français, il apparaît soit que les problèmes de divergences d'intérêts sont faibles en raison du nombre des entreprises qui conservent un caractère familial, soit que le contrôle est exercé le plus souvent directement par les actionnaires dominants, notamment via des formes holdings. Même si les modalités disciplinaires diffèrent du stéréotype anglo-saxon, on ne peut en conclure que les dirigeants français sont moins contrôlés comme le laissent entendre les durées moyennes de fonction qui sont similaires à celles qui sont observées aux États-Unis par exemple. La discipline exercée par les actionnaires empruntent simplement d'autres voies.

2.2. Critique et élargissement

Si la discipline des dirigeants, dans le cadre de la transaction dirigeants-actionnaires semble s'exercer directement par l'actionnaire dominant, il semble difficile de ramener le système de GE des entreprises françaises à cette seule composante. Premièrement, cette vision ne permet pas d'avoir une vue globale du système de GE et de ses autres composantes liées aux transactions effectuées avec les autres partenaires. Deuxièmement, même si les risques d'une gestion contraire à l'intérêt des actionnaires sont moins importants que dans les contextes de contrôle faible, ils subsistent en raison des possibilités d'enracinement des dirigeants.

2.2.1. La discipline exercée par les autres partenaires

Les analyses comparative des différents systèmes nationaux de GE s'accordent le plus souvent pour conclure, par exemple au Japon, que les banques contraignent fortement les

décisions des dirigeants et assurent une fonction disciplinaire importante. Il en va de même, également dans le cadre du modèle japonais, du rôle attribué aux salariés.

Les banques et établissements de crédit

Les prêteurs financiers sont aussi impliqués dans le gouvernement dans la mesure où ils veillent à ne pas subir a posteriori un accroissement du risque économique et financier de l'entreprise à laquelle ils ont prêté des fonds. Toute décision des dirigeants ayant ces conséquences conduirait inmanquablement à un appauvrissement des banques et institutions financières prêteuses. Pour éviter de subir de tels transferts de richesse, ils sont incités à contrôler la politique d'investissement et de financement de la firme. Un certain nombre de techniques financières et contractuelles permettent de discipliner les dirigeants, comme le renouvellement des prêts à court terme, le recours aux clauses contractuelles, système des prêts syndiqués... Toutefois, afin d'obtenir une information spécifique et de peser éventuellement sur la question du remplacement d'un dirigeant défaillant, les prêteurs peuvent choisir de prendre une participation dans les fonds propres de leur client et, dans certains cas, obtenir un siège au CA. En France, cette politique est suivie par un certain nombre de banques. Selon Tnani(), si elles sont majoritaires dans près de 12% des sociétés cotées, elles ne visent cependant pas le contrôle des firmes dans la majeure partie des cas puisqu'elle ne détiennent en moyenne que 7,7% des fonds propres. Par ailleurs, la relation banque-entreprise, en France, même si elle s'est rapprochée des pratiques anglo-saxonnes, s'inscrit encore majoritairement dans le cadre d'une relation de clientèle de long terme, plus proche des modèles japonais et allemand que du modèle américain caractérisé notamment par la multiplicité des clauses contractuelles permettant un désengagement plus rapide. (Rivaud-Danset, ?).

Au-delà des dispositifs mis en place par les créanciers, notamment les banques, pour éviter d'être spoliés, la nature des procédures qui régissent la résolution des difficultés en cas de défaillance de l'entreprise constitue un élément du système de GE. Comme le souligne Kaiser (1996), la législation française est probablement celle qui est allée la plus loin dans le souci de préserver la pérennité de l'entreprise en cas de difficulté, notamment afin de préserver l'emploi. Cet objectif prioritaire, qui conduit notamment à maintenir en place presque systématiquement les dirigeants en cas de réorganisation, se fait le plus souvent au détriment des créanciers malgré le renforcement récent de leurs droits et a pour résultat un très faible taux de rétablissement. Les taux de recouvrement pour les créanciers varient selon la catégorie. Si les créanciers superprivilegiés (salariés, sécurité sociale et État) récupèrent 60% de leurs créances, les banques n'en récupèrent que 40% et les autres créanciers 5%. Le risque important supporté par les banques a vraisemblablement une influence importante sur la gestion de la relation de prêt et conduit vraisemblablement à réduire l'espace discrétionnaire des dirigeants notamment en imposant des contraintes plus sévères sur la nature des investissements financés et sur les modalités de contrôle.

Les salariés

La relation entreprise-salariés n'a le plus souvent été étudiée que selon la seule dimension de l'incidence de la gestion sociale sur la performance financière, indépendamment de toute prise en compte de la valeur du capital humain. Or, une amélioration de la performance financière peut résulter d'un transfert de richesse qui se ferait au détriment des salariés. De nombreux systèmes de participation, d'intéressement et d'actionnariat des salariés ont été mis en place de façon à assurer la convergence des intérêts des actionnaires et des salariés. Artus, Legendre et Morin (1988) montrent que l'intéressement a un effet significatif quoique limité sur la productivité ; Dondi (1992) en revanche, trouve que les entreprises qui ont distribué une part importante de leur capital semblent apparemment moins rentables financièrement que celles qui n'ont pratiqué qu'une ouverture modeste. Plus généralement, le lien entre la performance financière et la gestion des ressources humaines a été étudiée de façon approfondie par d'Arcimoles () qui conclut notamment à une corrélation positive entre l'effort de formation et la performance et à l'absence de lien entre la rentabilité et le taux de licenciement. Hubler et Schmidt (1996) sur la période 1992-1993 identifient quant à eux une réaction significative des cours, négative à l'annonce de suppressions d'emplois et positive à l'annonce de conflits sociaux. Il est difficile de déduire de ces différents résultats qui montrent la complexité de processus de création de valeur si le système actuel de GE respecte simultanément l'intérêt des actionnaires et des salariés.

Le principe d'efficacité, généralisé à l'ensemble des stakeholders, conduit à s'interroger plus avant sur les mécanismes qui permettent de préserver les intérêts des salariés. Au delà de la réglementation en matière de contrats de travail, de la représentation légale du personnel et de l'action syndicale, qui en limitant le pouvoir discrétionnaire des dirigeants, constituent des éléments du système de GE, un des points fortement débattus porte sur la représentation des salariés au CA. Cette dernière qui est institutionnalisée dans certains pays n'est qu'optionnelle en France. Une étude récente (Vuchot, Ward, Howell, 1994) confirme la forte réticence des dirigeants français à ouvrir le CA aux représentants des salariés. Une autre voie d'influence, plus directe, passe par l'actionnariat. Actuellement, cependant la participation moyenne des salariés est inférieure à 2% dans les sociétés cotées ; les salariés ne sont majoritaires que dans près de 3% des sociétés cotées. Il est donc vraisemblable que ce mécanisme ne soit pas le plus efficace pour sauvegarder leurs intérêts.

2.2.2. L'enracinement des dirigeants

L'enchevêtrement des différents mécanismes limitant le pouvoir discrétionnaire des dirigeants rend difficile un jugement sur l'efficacité du système français de GE. La mesure globale de la performance d'un tel système étant particulièrement difficile à concevoir et à mettre en oeuvre, un moyen imparfait de juger de l'efficacité du système est d'évaluer le niveau d'enracinement des dirigeants, en supposant qu'un tel enracinement est contraire à la création de

valeur. Rappelons cependant qu'une telle conclusion est contestable, l'enracinement pouvant être compatible avec l'efficacité.

La thèse de l'inefficacité de l'enracinement est notamment corroborée par Paquerot (1997) qui montre que les dirigeants cherchent à accroître leur latitude discrétionnaire en neutralisant le pouvoir disciplinaire attribué traditionnellement au CA. L'étude qu'il a menée sur les sociétés françaises révèle que les dirigeants provoquent un *turnover* rapide des administrateurs afin de s'enraciner, ceci d'autant plus que leur enracinement (mesuré par le nombre de postes de Pdg qu'ils cumulent) est faible. Elle met également en évidence que ni l'accroissement des administrateurs tant externes qu'institutionnels ou financiers, ni celui de leur participation au capital, ne permettent de contrecarrer la stratégie d'enracinement des dirigeants. L'enracinement du dirigeant apparaît corrélé positivement avec le risque et négativement avec la performance financière ; il semble également que l'objectif d'enracinement passe prioritairement par une stratégie d'investissements reposant sur la croissance externe. Enfin, le pourcentage de capital détenu par les administrateurs influencerait négativement la performance, ce qui corroborerait la thèse de la collusion entre administrateurs et dirigeants. Godard (1996) parvient cependant à des conclusions plus nuancées quant à l'effet de l'enracinement sur la performance en approfondissant l'examen du lien complexe qui semble unir la nature et l'intensité du contrôle exercé par le CA et le type de stratégie adoptée. Elle montre notamment que la composition du CA et le type de contrôle qu'il exerce dépend du type de stratégie choisie (selon le niveau de diversification). Les dirigeants fortement enracinés semblent favoriser les stratégies de spécialisation et de faible diversification (les plus rentables) et en revanche, s'opposer à l'accroissement des dépenses de recherche et développement. Au total, cependant, l'enracinement n'entraîne pas une diminution de la performance financière.

Conclusion

Les enseignements qu'on peut tirer actuellement des nombreux travaux entrepris sur le GE sont loin d'être définitifs. La difficulté à définir un concept global et opérationnel de performance, la complexité et la variété des systèmes de GE due notamment à l'imbrication de mécanismes multiples, la fiabilité très relative des différents tests aux conclusions souvent contradictoires rendent quasiment impossible toute conclusion en matière de performance comparée des différents systèmes. En particulier, aucune étude ne permet actuellement de conclure à une quelconque défaillance du système français.

Le lien entre les systèmes de GE et la création de valeur apparaît complexe et non univoque. Il est possible, voire vraisemblable que plusieurs systèmes conduisent à des performances équivalentes sur le long terme. Si on revient à la traditionnelle opposition entre les systèmes anglo-saxons qui privilégient la discipline par les marchés et les systèmes de type germano-nippons qui reposent davantage sur les réseaux, il apparaît comme le soulignent

différents auteurs qu'ils présentent chacun des avantages et des inconvénients ; le système anglo-saxon permettrait notamment une meilleure gestion des activités innovatrices ; inversement, l'autre système assurerait une gestion plus efficace des activités à maturité.

Les différentes grilles de lecture conduisent à des interprétations différentes des différents mécanismes de GE. Les développements les plus récents placent au centre du débat le compromis fondamental qui existe entre les effets positifs du contrôle des dirigeants, et les conséquences négatives qui peuvent exister en matière de choix de la stratégie. Les réponses à ces questions complexes ne peuvent passer que par une étude plus complète des processus de création de valeur dans les différents systèmes de GE. Les messages simplistes préconisant un renforcement du contrôle des dirigeants des entreprises françaises par l'accroissement du nombre d'administrateurs externes et la création d'un certain nombre de comités sont vraisemblablement loin de répondre aux véritables questions.

Bibliographie

- Belin-Munier, C., 1997, "Les holdings comme outil de GE", in : *Le GE*, Paris, Economica.
- Charreaux, G., 1997a, "Statut du dirigeant et gouvernement de l'entreprise", in : *Le GE*, Paris, Economica.
- Charreaux, G., 1997b, "Conseil d'administration et pouvoirs dans l'entreprise", in : *Le GE*, Paris, Economica.
- Charreaux, G., 1997c, "Vers une théorie du GE", in : *Le GE*, Paris, Economica.
- Charreaux, G., 1997d, "Structure de propriété, relation d'agence et performance financière", in : *Le GE*, Paris, Economica.
- Desbrières, P., 1997a, "Stock-options et signalisation : le cas français", in : *Le GE*, Paris, Economica.
- Desbrières, P., 1997b, "La participation financière des salariés et ses incidences sur la performance et l'organisation interne de l'entreprise", in : *Le GE*, Paris, Economica.
- Desbrières, P., 1997c, "Nouvelles formes de fonds propres et gouvernement de l'entreprise", in : *Le GE*, Paris, Economica.
- Desbrières, P., 1997d, "Le rôle de l'actionnariat des salariés non-dirigeants dans le système de gouvernement de l'entreprise", in : *Le GE*, Paris, Economica.
- Hewitt, 1988, "La rémunération des dirigeants", *Rémunérations et Carrières*, n°102.
- Joly, H., 1996, "France-Allemagne : le résistant déclin des modèles nationaux", *Revue Française de Gestion*, n°111.
- Paquerot, M., "Stratégies d'enracinement des dirigeants, performance de la firme et structures

de contrôle", in : *Le GE*, Paris, Economica.

Pigé, B., 1996, "Existe-t-il un marché du travail des dirigeants", *Revue Française de Gestion*, n°111.

Pigé, B., 1997, "Les systèmes d'incitation à la performance : rémunération et révocation des dirigeants", in : *Le GE*, Paris, Economica.

Vuchot Ward Howell, 1996, *GE : Premier bilan de l'application du Rapport Viénot dans les sociétés du CAC 40*.