

« Meilleures pratiques » de gouvernance, théorie de la firme et modèles de création de valeur :

Une appréciation critique des codes de bonne conduite*

Peter WIRTZ
Université Lumière (Lyon 2)
Faculté de Sciences Economiques et de Gestion / copiSorG
16, quai Claude Bernard, 69007 Lyon
Tél. : 04.78.69.71.65
pwirtz@club-internet.fr

FARGO - Centre de recherche en Finance, ARchitecture
et Gouvernance des Organisations

Cahier du FARGO n° 1040401
Avril 2004

Résumé

La gouvernance, définie comme l'ensemble des mécanismes qui délimitent l'espace discrétionnaire du dirigeant, est désormais reconnue comme un aspect important dans la vie d'une entreprise. Cette reconnaissance s'est traduite, depuis environ une décennie, par des initiatives multiples visant à établir et à expliciter les « meilleures pratiques » en la matière. Elles émanent d'acteurs divers, qu'il s'agisse d'investisseurs institutionnels, d'organismes internationaux, gouvernementaux ou de représentants du monde des entreprises elles-mêmes. Ces initiatives ont débouché sur un ensemble de codes de gouvernance (CG) dont l'application est volontaire et qui contiennent des recommandations se voulant comme un « idéal » à atteindre. Lorsque des idées sur la gouvernance sont ainsi promues à grande échelle et que la conviction se répand qu'il s'agit d'un standard universel, un examen critique de leurs présupposés théoriques s'avère souvent salutaire pour éviter de s'enfermer dans une perspective étroite. L'objectif de la présente contribution est précisément d'alimenter un tel examen critique, en révélant la nature très partielle du modèle de création de valeur de référence.

Mots-clés : Approche cognitive, approche disciplinaire, gouvernance, meilleures pratiques, raisons, valeur

* L'auteur tient à remercier Gérard Charreaux pour ses remarques et suggestions. Toute erreur éventuelle relève de la seule responsabilité de l'auteur.

La gouvernance, définie comme l'ensemble des mécanismes qui délimitent l'espace discrétionnaire du dirigeant, est désormais reconnue comme un aspect important dans la vie d'une entreprise. Cette reconnaissance s'est traduite, depuis environ une décennie¹, par des initiatives multiples visant à établir et à expliciter les « meilleures pratiques » en la matière. Elles émanent d'acteurs divers, qu'il s'agisse d'investisseurs institutionnels, d'organismes internationaux, gouvernementaux ou de représentants du monde des entreprises elles-mêmes. Ces initiatives ont débouché sur un ensemble *de codes de gouvernance (CG)* dont l'application est volontaire et qui contiennent un ensemble de recommandations se voulant comme un « idéal » à atteindre. A fin mars 2004, on peut compter un total de 121 CG au niveau mondial². Pour les seuls pays membres de l'Union Européenne (UE), une récente étude mandatée par la Commission de Bruxelles (Weil, Gotshal & Manges, 2002) en dénombre 35.

Selon cette même étude, le mouvement de conception et de diffusion des « meilleures pratiques » de gouvernance trouve, en ce qui concerne l'Europe, son point de départ essentiellement dans la Grande Bretagne du début des années 1990³, faisant suite à un certain nombre de scandales financiers ayant fait sentir la nécessité d'un effort de réflexion quant à l'efficacité des systèmes de contrôle pratiqués jusque là⁴. Le constat de dysfonctionnements manifestes coïncidant avec des pertes importantes subies par certains investisseurs explique que l'attention des acteurs concernés se soit portée sur des problèmes de conflits d'intérêts ainsi que sur leur impact sur la création et l'appropriation de valeur. En Europe, les CG sont donc d'abord apparus outre-Manche dans un contexte de scandales financiers, particulièrement propice à susciter l'intérêt pour des explications mobilisant des notions de conflit d'intérêts et de spoliation. De fait, dans un premier temps, c'est surtout la Grande

¹ Notre analyse se focalise essentiellement sur les « meilleures pratiques » promues en Europe, ce qui explique l'horizon temporel retenu. Aux Etats-Unis, le mouvement est antérieur. Aguilera et Cuervo-Cazurra (2004) identifient le rapport de la *Business Roundtable*, publié en 1978 aux USA, comme le premier code de gouvernance. Il s'agit cependant d'une initiative relativement isolée, dans la mesure où il faut attendre le *Code of Best Practice* de Hong Kong de 1989 avant d'assister à une diffusion du phénomène en dehors des frontières américaines, selon ces mêmes auteurs.

² Nous avons calculé ce chiffre grâce à la liste des codes maintenue à jour par le *European Corporate Governance Institute* (relevé du 31 mars 2004 ; www.ecgi.org/codes/all_codes.htm). Dans la liste complète, nous avons supprimé 10 références, ces dernières n'étant pas des CG à strictement parler, mais des études comparatives et des projets de lois.

³ Pour être tout à fait précis, signalons l'antériorité d'une initiative du secteur public britannique de 1982, baptisée ProNED (*promotion of non-executive directors*).

⁴ Il est par ailleurs intéressant de noter que cet effort de réflexion mené en Grande Bretagne au sujet de l'efficacité des systèmes de contrôle des entreprises qui se traduit par la publication du rapport Cadbury en décembre 1992 coïncide avec un ensemble de critiques similaires adressées, quasiment en même temps, à la gouvernance des entreprises américaines et émanant directement d'un des plus éminents contributeurs à la théorie financière contemporaine (Jensen, 1993).

Bretagne qui a été particulièrement prolifique en matière de production de CG. Sur les 10 codes européens que dénombrent Weil, Gotshal & Manges (2002) pour la période de 1991 à 1997, six ont été édités au seul Royaume Uni. C'est à partir de 1998 que le mouvement a largement débordé les frontières britanniques et que son rythme s'est, par ailleurs, grandement amplifié, avec un ensemble de 25 codes créés entre 1998 et 2001⁵. On observe également un changement de rythme au niveau mondial, car la diffusion des « meilleures pratiques » de gouvernance est d'abord lente, pour entamer une croissance quasi-exponentielle à partir du milieu des années 1990, comme le montrent les données empiriques recueillies par Aguilera et Cuervo-Cazurra (2004, p. 420).

Les questions que soulèvent l'existence et le nombre important des codes de « meilleures pratiques » dans quasiment tous les pays de l'UE, ainsi que l'attention réelle que leur accorde la profession financière, sont potentiellement nombreuses. Ainsi, on pourrait s'intéresser aux origines historiques de certaines idées sur les « meilleures pratiques » ainsi qu'à la personnalité de leurs premiers promoteurs (Marens, 2003). Une autre question serait d'étudier, au-delà des discours, les conditions de la mise en application réelle des « meilleures pratiques » ou de leur appropriation par les entreprises (Pellens et *al.*, 2001). La présente contribution se situe à un niveau différent. Partant d'une analyse des CG, elle cherche à repérer les arguments qui fondent leur force de conviction. Cet article se focalise donc sur la question de savoir ce qui autorise, en dehors de leur intuition personnelle, les auteurs de codes de gouvernance à juger leurs recommandations comme étant les « meilleures pratiques »⁶. Autrement dit, existe-t-il des arguments rationnels, au sens du modèle rationnel général (Boudon, 2003), qui rendent acceptable aux yeux d'un nombre croissant d'acteurs la croyance en la qualité supérieure de telle ou telle pratique de gouvernance ? La pertinence de cette question nous semble d'autant plus forte que l'étude comparative des 35 codes européens montre une étonnante convergence des recommandations les plus importantes (Weil, Gotshal & Manges, 2002)⁷, malgré des traditions nationales par rapport à la gouvernance initialement très différentes (cf. la désormais très riche littérature sur des comparaisons internationales des systèmes de GE dont Wirtz, 2002 donne un aperçu représentatif). Comme les CG partagent

⁵ Pour une liste des codes par pays, voir annexe 1.

⁶ L'utilisation du qualificatif *best practice* est en effet extrêmement fréquente (Weil, Gotshal & Manges, 2002), et se retrouve sous une forme plus ou moins explicite (« best practice », « good corporate governance », « meilleur gouvernement des entreprises », « buen gobierno ») même dans le titre de certains codes. Tel est effectivement le cas de 18 CG de la liste du ECGI.

⁷ «The corporate governance codes analyzed for this study emanate from nations with diverse cultures, financing traditions, ownership structures and legal origins. Given their distinct origins, the codes are remarkable in their

donc *grosso modo* les mêmes idées centrales, la diffusion exponentielle des codes à travers le monde peut être considérée comme l'indice d'un degré grandissant d'adhésion à ces idées. Il est alors possible de se demander si les protagonistes du monde des affaires ont de bonnes raisons d'endosser des principes de gouvernance en train de devenir croyance collective et de s'interroger sur la nature de ces raisons. S'inscrivant dans le cadre du modèle rationnel général (Boudon, 2003), l'objectif principal du présent article est de repérer les arguments contenus dans les CG qui visent à convaincre du bien-fondé de leurs préceptes.

Une telle analyse de l'argumentation possède un double intérêt. Elle constitue, d'abord, un premier pas vers une meilleure compréhension de l'adoption des croyances en matière de gouvernance, face à une situation où l'explication culturaliste apparaît comme peu convaincante. En effet, si l'on considère que la culture nationale impose certains schémas de pensée dont les individus sont incapables de s'affranchir, la diffusion très rapide des « meilleures pratiques » de gouvernance au-delà des frontières semble difficilement explicable. Or, les études précédemment citées montrent précisément l'adoption de CG convergents (Aguilera et Cuervo-Cazurra, 2004, p. 436) dans des pays aux origines culturelles très variées. Ensuite, il n'est pas impossible que les individus adhèrent à des idées fausses tout en invoquant des raisons perçues comme fortes, ce qui peut s'expliquer par des effets de perspective⁸. Lorsque certaines idées sur la gouvernance sont promues à grande échelle et que la conviction se répand qu'il s'agit d'un standard universel, un examen critique de leurs présupposés s'avère donc salutaire pour éviter de s'enfermer dans une perspective étroite qui conduirait à adhérer à des idées fausses sur la base d'arguments tout à fait rationnels, voire scientifiquement fondés (Boudon, 1990). Parler des « meilleures pratiques » implique en fait un jugement de valeur. Selon Boudon (1999), les jugements de valeur, pour être largement partagés, se fondent sur une argumentation (implicite) dont la révélation rend leur acceptation intelligible. La référence à une théorie scientifique en vigueur combinée avec l'observation de faits saillants apparemment cohérents avec la théorie en question fait partie des arguments forts qui remportent souvent l'adhésion, même si la théorie de référence est parfois seulement implicite et peut se révéler comme fautive ultérieurement. Chercher à repérer les raisons des protagonistes du monde de la finance pour accepter les principes de gouvernance implique

similarities, especially in terms of the attitudes they express about the key roles and responsibilities of the supervisory body and the recommendations they make concerning its composition and practices [...]” (p. 74)

⁸ Pour Boudon (1986, p. 140), les effets de perspective proviennent d'un problème de *visibilité*. Il propose la définition suivante : « il y a effet de perspective lorsqu'un même objet peut être perçu de plusieurs points de vue différents et que les images correspondant à ces différents points de vue sont elles-mêmes différentes. » (*ibid.*, p. 143)

entre autres l'identification du référentiel théorique implicite. Une fois révélé, ce dernier peut être soumis à un examen critique pour montrer les limites potentielles.

D'un point de vue financier, l'enjeu central pour juger les pratiques de gouvernance est leur impact sur la création de valeur. Aguilera et Cuervo-Cazurra (2004, p. 428) affirment : «Leading institutional investors, such as CalPERS in the USA, believe that 'good governance is good business', and hence will by default create shareholder value. » Sera jugée comme « meilleure » toute pratique de gouvernance contribuant à un accroissement de la valeur⁹. La thèse que nous défendons dans cet article est dès lors que la conviction emportée par les CG est due à leur cohérence avec la représentation dominante de la valeur¹⁰, telle que contenue dans la théorie financière moderne et, plus particulièrement, dans la théorie de l'agence. La force de conviction des CG dépend par ailleurs d'un contexte économique qui fait apparaître certains arguments théoriques comme particulièrement pertinents. Un examen critique du modèle traditionnel de création de valeur en révèle cependant certaines faiblesses, car il néglige au moins une dimension essentielle d'une authentique *création* de valeur. Sans remettre en cause la pertinence des arguments empruntés à la théorie de l'agence dans certains contextes très précis, ce constat incite à la prudence par rapport à la visée universelle des CG.

1. «Meilleures pratiques» de gouvernance et arguments sous-jacents en matière de valeur

Dans un premier temps, nous allons résumer les principales recommandations convergentes en matière de « meilleures pratiques » de gouvernance telles qu'identifiées par l'étude de Weil, Gotshal & Manges (2002) pour la quasi-intégralité des pays de l'Europe des Quinze. Ensuite, ces recommandations seront soumises à un examen de leurs présupposés théoriques en matière de création de valeur. L'objectif est de mettre en exergue le référentiel autorisant les promoteurs des codes de gouvernance à qualifier telle pratique de gouvernance de « meilleure » que telle autre.

⁹ Il est significatif d'observer que les investisseurs institutionnels, qui comptent parmi les promoteurs engagés des CG, prétendent être disposés à payer plus cher les actions d'entreprises « bien gouvernées » (McKinsey, 2000).

¹⁰ Pour l'Allemagne, Pellens (2001, p. 1246) trouve une proportion de 61,8% des dirigeants interrogés qui adhèrent à l'idée de l'importance des CG. Selon la même enquête (p. 1249), 85,3% des répondants considèrent qu'une « bonne » gouvernance a un impact positif sur le cours boursier.

1.1. Recommandations centrales des codes de gouvernance

Dans les idées promues par les codes de gouvernance figure, entre autres, l'importance de la capacité des dirigeants à *rendre compte* de leur gestion aux différentes parties prenantes¹¹. Même si la formulation concrète du principe, baptisé « *accountability* » (Weil, Gotshal & Manges, 2002, p. 75), connaît des variantes, il occupe une place centrale dans l'ensemble des CG. Ce principe établit implicitement une hiérarchie entre le dirigeant et les différents partenaires de l'entreprise, car il confère au premier le statut d'un agent (au sens de la théorie de l'agence¹²), chargé de l'exécution des intérêts des seconds. Les promoteurs des « meilleures pratiques » disposent alors d'un argument théorique pour justifier d'une approche de la gouvernance essentiellement tournée vers la surveillance (*monitoring*) de la conformité du comportement des dirigeants aux intérêts des parties prenantes, supposés connus de façon certaine.

Une deuxième idée partagée par les auteurs des CG est la nécessité d'un traitement équitable de l'ensemble des actionnaires (Weil, Gotshal & Manges, 2002, p. 76). Pour cela, plusieurs mécanismes sont préconisés. Il s'agit d'assurer une circulation de l'information sans faille auprès de tous les actionnaires concernant la structure du capital et ses évolutions. Les barrières à la participation active aux assemblées générales sont à réduire et les déséquilibres entre structure du capital et structure des droits de vote à éviter. Cette exigence revient à réclamer, en principe, un alignement du droit de contrôle résiduel sur le droit de propriété attaché au statut d'actionnaire.

Plusieurs recommandations concernent le conseil d'administration comme mécanisme interne de gouvernance (Weil, Gotshal & Manges, 2002, p. 77-78). Même si les différents pays européens possèdent à l'origine des cadres réglementaires différents en matière de structure du conseil, où l'on distingue notamment des pays à conseil unique et des pays à

¹¹ Il convient de noter que la lecture attentive de la majorité des codes semble révéler que les intérêts devant être servis par les dirigeants sont globalement définis d'une manière relativement large, dépassant une perspective étroitement focalisée sur les seuls actionnaires (Weil, Gotshal & Manges, 2002, p. 75-76). Ceci est également vrai pour le Royaume-Uni, ce qui peut surprendre compte tenu de la caricature qui en est souvent faite, présentant la gouvernance anglo-saxonne comme inspirée par une idéologie actionnariale pure.

¹² Jensen et Meckling (1976).

directoire et conseil de surveillance, l'ensemble des CG affiche un large consensus concernant les principes de structuration des conseils ainsi que le rôle qu'ils devraient jouer. Notamment, beaucoup de codes militent pour une séparation des fonctions de management et de surveillance, même dans les firmes à conseil unique, afin de rendre l'exercice de cette fonction de surveillance plus efficace. Cela passerait notamment par trois types de mesures : la séparation des rôles de président du conseil et de directeur général, l'indépendance de l'organe de contrôle et, enfin, la mise en place de comités au sein du conseil.

Il apparaît à l'examen des recommandations sur le conseil d'administration que les CG mettent surtout l'accent sur la capacité de cet organe à exercer son rôle de surveillance des décisions prises et mises en oeuvre par les dirigeants de la façon, soi-disant, la plus « objective » possible¹³, c'est-à-dire avec impartialité. Les propositions concrètes en matière de composition et de présidence du conseil, à savoir une forte proportion d'administrateurs indépendants et un président distinct du principal dirigeant, ont justement comme but d'assurer des contrôles qui ne soient pas soumis à des intérêts particuliers divergents. Ainsi, l'indépendance des membres du conseil implique entre autres l'absence de relations d'affaires ou de famille avec les dirigeants et les principaux actionnaires. Le but du conseil étant de pallier les effets coûteux d'éventuels conflits d'intérêts, il convient de définir un organe dont le fonctionnement ne soit pas troublé par les mêmes conflits qu'il est justement censé contrôler.

Globalement, les recommandations au sujet du conseil de surveillance sont explicitement reliées à l'objectif d'une réduction d'un ensemble de conflits d'intérêts identifiés *a priori*, comme celui opposant le dirigeant aux actionnaires, voire les actionnaires majoritaires et le dirigeant aux actionnaires minoritaires. C'est cette même logique qui sous-tend la recommandation de mettre en place un certain nombre de comités au sein du conseil d'administration. Concrètement, les comités les plus fréquemment évoqués concernent des domaines où les conflits d'intérêt sont *a priori* les plus sensibles, à savoir l'audit des comptes, la rémunération et la nomination des dirigeants¹⁴. C'est surtout dans ces comités que les administrateurs indépendants sont d'ailleurs censés jouer un rôle important.

¹³ “[...] all codes place significant emphasis on the need for a supervisory body that is distinct from management in its decisional capacity *for objectivity to ensure accountability and provide strategic guidance.*” (Weil, Gotshal & Manges, 2002, p. 77, nos italiques)

¹⁴ « The codes reflect a trend toward reliance on board committees to help organize the work of the supervisory body, *particularly in areas where the interests of management and the interests of the company may come into conflict, such as in areas of audit, remuneration and nomination.* » (Weil, Gotshal & Manges, 2002, p. 78, nos italiques)

Enfin, les CG ont tendance à promouvoir un degré de transparence élevé. Ainsi, les avocats des « meilleures pratiques » de gouvernance cherchent à inciter les firmes à rendre publique toute information particulièrement sensible en matière de gouvernance, notamment la rémunération des mandataires sociaux et des dirigeants, ainsi que le degré d'indépendance du conseil d'administration.

Ce qui frappe à ce niveau est la focalisation des CG sur la révélation d'indicateurs supposés cruciaux pour apprécier, dans le cas de chaque entreprise, l'existence ou non de conflits d'intérêts, dont la plausibilité a été clairement établie *a priori*, et qui peuvent, en principe, être identifiés à travers une information objective, pourvu que cette dernière soit mise à la disposition des contrôleurs. Autrement dit, ce qui apparaît problématique aux yeux des promoteurs des CG est la distribution inégale d'une information prétendument objective parmi les différentes parties prenantes. La question amont qui est de savoir ce qu'est une information véritablement pertinente pour la gouvernance et comment accéder à une connaissance fiable de la capacité d'une firme à créer de la valeur ne semble constituer un souci majeur dans le référentiel des « meilleures pratiques ». Ce dernier suppose implicitement que l'information existe et que la « bonne » pratique en matière de gouvernance est celle qui réduit l'asymétrie des partenaires de la firme face à cette information pour pouvoir imposer leur discipline.

1.2. La perspective des arguments théoriques sous-jacents : création ou *non-destruction* de valeur ?

Après avoir résumé les « meilleures pratiques » de gouvernance telles que promues par les CG, nous allons à présent tenter de déceler les raisons sur lesquelles se fonde cette position normative. Quel raisonnement conduit les auteurs des CG à établir la supériorité de certaines pratiques et, surtout, leur supériorité par rapport à quoi ? Nous pouvons tenter d'appréhender la question du bien-fondé des pratiques de gouvernance à travers l'identité des principaux promoteurs des CG. Il s'agit, très souvent, soit d'investisseurs professionnels¹⁵, soit d'acteurs soucieux de ménager l'accès des entreprises aux capitaux de tels investisseurs¹⁶. Ce qui veut

¹⁵ Parmi les 72 CG inventoriés par Aguilera et Cuervo-Cazurra (2004, p. 423), 15 ont été proposés par des investisseurs.

¹⁶ 22 codes relèvent de l'initiative des bourses (*ibid*), dont le rôle consiste précisément à organiser la confrontation de l'offre et de la demande de capitaux. Notons, par ailleurs, que d'autres initiatives menées par des organismes qui ne représentent pas spécifiquement la profession financière, justifient également leurs

dire que les « meilleures pratiques » de gouvernance constituent une initiative fortement appuyée par des parties prenantes à la politique financière des firmes. Fort de ce constat, il convient de se tourner vers la finance pour rechercher les critères de jugement que propose cette discipline pour discriminer entre les pratiques. Il s'avère alors que le critère central est celui de la valeur, où plutôt celui de la création de valeur (Jensen, 2000). Selon cette optique, sera considérée comme « meilleure » toute pratique de gouvernance contribuant à l'accroissement de la valeur des entreprises.

Shleifer et Vishny (1997) présentent une synthèse représentative du courant dominant des recherches sur la gouvernance inspirées par la finance moderne. L'étude des présupposés théoriques de cette approche financière dominante révèle cependant que celle-ci se fonde en vérité sur une représentation relativement pauvre du concept de la valeur, privilégiant l'aspect spoliation des bailleurs de fonds et économie de coûts (en l'occurrence il s'agit des coûts d'agence managériaux). En témoigne la définition relativement restrictive de la gouvernance, très axée sur l'évitement d'une spoliation des investisseurs, que proposent les auteurs précités : « Corporate governance deals with the ways in which suppliers of finance to corporations assure themselves of getting a return on their investment. [...] How do they make sure that managers do not steal the capital they supply or invest in bad projects ? » (p. 737) Dans une étude particulièrement approfondie des bases de la théorie financière moderne et des possibilités de leur dépassement, Charreaux (2002 a) fait le constat suivant : « Dans l'interprétation dominante des théories contractuelles appliquées à la firme, l'analyse du schéma de création et d'appropriation de la valeur est très spécifique. [...] l'origine de la valeur, de la rente organisationnelle est passée sous silence. L'ensemble des opportunités d'investissement les plus profitables étant connu, ce qui importe c'est d'éviter de gaspiller les ressources en investissant de façon sous-optimale [...] en raison des conflits d'agence. Le schéma contractuel conduit ainsi à attribuer la source de la performance non pas à la façon dont on crée de la valeur, c'est-à-dire à la façon dont une firme parvient à être plus performante que ses concurrentes dans sa fonction productive, mais à la façon dont on évite de gaspiller la valeur potentielle en mettant en place des schémas de contrôle adaptés [...] ». Mais, en dehors des seules économies de coûts d'agence, qu'en est-il des autres vecteurs potentiels d'une authentique *création* de valeur ? Il s'avère que la théorie financière

principes d'une « bonne » gouvernance par des arguments financiers. Le premier rapport Viénot, initiative patronale, en donne un exemple : « Les recommandations qu'il [le rapport Viénot] formule à cet égard lui paraissent s'imposer pour raffermir la confiance des souscripteurs dans les organes sociaux des entreprises dans lesquelles ils sont invités à investir. » (Viénot, 1995, p. 5)

traditionnelle évacue cette question en supposant l'ensemble des opportunités d'investissement comme donné de façon exogène. Si on adopte cette approche de la valeur, l'enjeu de la gouvernance devient essentiellement une question de discipline. Il s'agit de mettre en place un ensemble de mécanismes contraignant le dirigeant à choisir uniquement des projets à VAN positive, ces derniers pouvant être connus objectivement. Ce raisonnement sous-tend, entre autres, la théorie du *free cash flow* de Jensen (1986), dont le raisonnement a eu une certaine influence sur plusieurs propositions normatives en matière de gouvernance. On peut s'en convaincre en relisant l'argumentation de Jensen pour étayer ses propres recommandations en matière de gouvernance (Jensen et Chew, 1995) et qui, à certains égards, paraissent très proches des « meilleures pratiques » proposées dans les CG européens. Cette convergence des idées d'un des principaux promoteurs de la théorie de l'agence avec les « meilleures pratiques » des CG concerne plus particulièrement deux caractéristiques structurelles du conseil d'administration, à savoir son indépendance et sa présidence. Ainsi, Jensen et Chew (1995) se font explicitement les avocats de la séparation des rôles de président du conseil et de directeur général¹⁷ et prônent également l'indépendance des administrateurs¹⁸.

L'accent mis sur les conflits d'agence et la discipline dans les analyses académiques du courant dominant en finance d'entreprise se retrouve comme une des principales justifications de ce qui est consacré comme étant la « meilleure pratique » par les CG. En effet, la théorie de l'agence fonde son raisonnement essentiellement sur des concepts tels que l'asymétrie d'information et les conflits d'intérêts, le couplage des deux conduisant à des coûts d'agence, car l'asymétrie de l'information rend le contrôle des comportements intéressés difficile. C'est précisément ce type de raisonnement qui inspire en grande partie les CG, notamment lorsque ceux-ci réclament un haut degré de transparence dans des domaines bien connus pour leurs conflits d'intérêts potentiels. Le constat suivant est très instructif à cet égard : « [...] the codes tend to favor greater transparency on all aspects of corporate governance and, in particular, executive and director compensation and director independence. » (Weil, Gotshal & Manges, 2002, p. 6). L'analyse détaillée des objectifs affichés par les différents CG renforce le constat de leur ancrage conceptuel dans l'approche traditionnelle de la théorie de l'agence, focalisée

¹⁷ “Without the direction of an independent leader, it is much more difficult for a board to perform its critical function. Therefore, for the board to be effective, it is important to separate the CEO and the chair positions.” (Jensen et Chew, 1995)

¹⁸ “Because the possibility for internal animosity and retribution from the CEO is too great, it is almost impossible for direct reports to the CEO to participate openly and critically in effective evaluation and monitoring of the CEO. Therefore, the only inside board member should be the CEO [...]” (*ibid*)

sur les coûts d'agence informationnels liés au comportement du dirigeant. Les termes « information » et « *accountability* » sont des objectifs très fréquemment cités (tableau E dans Weil, Gotshal & Manges, 2002, p. 22-24). L'analyse des définitions du terme gouvernance contenues dans les CG donne une indication supplémentaire quant à la visée essentiellement disciplinaire de ces textes. L'emploi privilégié des termes « *supervision* » et « *monitoring* » est ainsi révélateur (Weil, Gotshal & Manges, 2002, p. 28-29).

Compte tenu de la focalisation quasi-exclusive sur les aspects disciplinaires, on peut alors légitimement s'interroger si les CG sont vraiment aptes à favoriser une authentique *création* de valeur. Nous venons, en effet, de voir qu'ils relèvent d'une conception qui cherche plutôt à éviter sa destruction¹⁹ ou, au mieux, la sous-exploitation d'un ensemble d'opportunités préexistantes et objectivement connu par tous. Or, cette conception ne conduit pas forcément à elle seule à l'identification des meilleures conditions pour favoriser la création de valeur, car elle fait largement abstraction du potentiel dû à l'innovation.

2. Changement de perspective et appréciation des « meilleures pratiques »

Dans une étude récente sur la mise en œuvre des recommandations du rapport Cadbury²⁰ ainsi que sur l'impact des « meilleures pratiques » qu'il contient sur la valeur des entreprises, Dedman (2003) résume ses résultats comme suit. « While there is no empirical evidence of an association between board structure and firm value, there is some evidence that compliance with the Cadbury recommendations enhances board oversight with respect to the manipulation of accounting numbers and the *discipline* of the top executive. » (nos italiques) Ce constat semble cohérent avec l'idée selon laquelle les CG s'inspirent à la base d'un modèle incomplet de la valeur, qui, cantonné dans une approche disciplinaire, concerne plus la *non-destruction* qu'une véritable *création* de valeur. Ceci n'enlève pas la pertinence des analyses fondamentales proposées par la théorie de l'agence, mais montre que l'approche traditionnelle est contingente, c'est-à-dire que son acceptabilité (au sens de Boudon²¹) est tributaire d'un

¹⁹ Notons que quelqu'un comme Jensen est, en principe, conscient de la faiblesse d'une approche purement disciplinaire. Nous en voulons pour preuve la citation suivante de Jensen et Chew (1995). "Boards are moved to serve shareholders primarily by substantial legal liabilities through class action suits initiated by shareholders, the plaintiffs bar, and others – lawsuits that are often triggered by unexpected declines in stock price. These legal incentives are more often consistent with *minimizing downside risk* than with *maximizing value*." (nos italiques) Toujours est-il que cet auteur ne s'emploie pas véritablement à un approfondissement conceptuel des mécanismes de création de valeur autres que disciplinaires.

²⁰ Nous rappelons qu'il s'agit d'un des premiers CG européens.

²¹ Sous le titre « Qu'est-ce qu'une bonne théorie? », Boudon (1999, p. 349-385) développe une réflexion méthodologique sur les conditions d'acceptabilité d'une théorie scientifique.

certain type d'environnement. Il semble, donc, que les « meilleures pratiques » de gouvernance soient marquées par les dispositions mentales particulières de leurs auteurs, partiellement dépendantes du contexte économique immédiat dont ils font l'expérience ainsi que de l'état des explications scientifiques les plus visibles (2.1.). Il convient dès lors de s'interroger sur des approches alternatives, voire complémentaires, de la gouvernance pour mieux rendre compte des différentes dimensions de la création de valeur (2.2.). Un retour sur les CG cherchera, enfin, à établir dans quelle mesure on peut éventuellement trouver des traces d'une conception élargie de la valeur dans les « meilleures pratiques » (2.3.).

2.1. Contingence des modèles de gouvernance et « effet de disposition »

Nous l'avons souligné à plusieurs reprises, ce qui ressort d'une analyse des fondements théoriques qui sous-tendent les propositions de « meilleures pratiques » de gouvernance est l'insistance sur les aspects disciplinaires. Des scandales financiers récurrents (en fait, Enron, Worldcom, Vivendi, Ahold et Parmalat ne sont que les cas les plus récents et les plus médiatiques d'une longue série) illustrent bien la plausibilité de la théorie de l'agence sous son aspect disciplinaire pour expliquer la contribution potentielle de certains mécanismes de gouvernance à assurer une gestion conforme à l'objectif de création de valeur. Notre propos n'est donc nullement de contester l'existence manifeste de vrais problèmes d'agence dans certaines firmes, mais uniquement de suggérer que l'acceptabilité d'une approche exclusivement disciplinaire de la gouvernance est largement contingente, et contredit donc l'ambition universaliste²² exprimée par le terme de « meilleure pratique ». Wirtz (2003) démontre, en effet, que les dimensions de la seule théorie de l'agence traditionnelle, bien que présentes, expliquent insuffisamment la création de valeur d'une entreprise comme O.M. Scott et que cette insuffisance provient partiellement du fait que l'entreprise étudiée dans ce cas d'espèce ne satisfait pas aux critères de la grande firme managériale au capital largement dispersé, telle que définie par Berle et Means (1932). Notons, à ce sujet, que Jensen lui-même reconnaît implicitement la contingence de ses propres explications et recommandations en matière de gouvernance, en suggérant que son raisonnement s'appliquerait le mieux à des entreprises à faible croissance ou en déclin où les coûts d'agence du *free cash flow*²³ sont élevés (Jensen, 1993, p. 868).

²² L'étude de Weil, Gotshal & Manges (2002) montre en effet qu'au moins 11 des 35 CG analysés encouragent l'application de leurs recommandations à toutes les catégories de sociétés (voir tableau G, p. 25-26).

²³ Précisons que, pour identifier l'existence de *free cash flow* et exercer, le cas échéant, de la discipline, un observateur externe doit avoir connaissance de l'ensemble des opportunités d'investissement qui s'offrent à l'entreprise. Cela peut paraître comme relativement plausible dans des secteurs d'activité à maturité et, donc,

Si les recommandations en termes de discipline véhiculées par les CG représentent, dans l'esprit de leurs auteurs, les « meilleures pratiques », il nous semble plausible d'en chercher les causes dans les mécanismes de la rationalité axiologique et cognitive, tels qu'exposés par Boudon (1999, 2003) et synthétisés dans son modèle rationnel général, sachant que ces 2 types de rationalité ne peuvent pas être séparés dans son analyse, car ils entretiennent, au contraire, des rapports complexes. Ainsi, le fait que la spoliation des actionnaires minoritaires apparaît comme moralement inacceptable²⁴ fournit une raison pour recommander le traitement égalitaire des actionnaires comme le font les CG (Weil, Gotshal & Manges, 2002, p. 76). Il s'agit vraisemblablement d'une manifestation de la rationalité axiologique. Au-delà d'un sentiment moral largement partagé, la norme du traitement égalitaire des actionnaires peut également se fonder sur des raisons perçues comme fortes et qui relèvent plutôt du registre de la rationalité cognitive. Ainsi, Boudon explique que les individus ont souvent de « bonnes raisons » de souscrire à certaines normes comportementales et que leur adhésion est partiellement influencée par les théories scientifiques en vigueur. En fait, Boudon (1986) montre que les idées largement acceptées, d'une part, et la théorie scientifique, d'autre part, entretiennent des relations, qu'elles communiquent en quelque sorte, ce qui conduit l'auteur à parler d'« effets de communication ». « Les idées reçues [...] sont d'autant plus robustes qu' [...] elles s'appuient sur des travaux dont il est plus difficile de récuser le caractère scientifique. » (Boudon, 1990, p. V). Par rapport au traitement égalitaire des actionnaires, cela signifie que le caractère inacceptable de la spoliation des minoritaires s'explique, non seulement à partir de considérations axiologiques, mais également par les arguments scientifiques de la théorie financière concernant le lien causal entre conflits d'intérêt et création de valeur.

Notre analyse des idées concernant les « meilleures pratiques » de gouvernance a montré que les références, au moins implicites, à la théorie de l'agence y sont nombreuses, ce qui est susceptible de communiquer une impression de scientificité en la matière. A ce sujet, il est d'ailleurs intéressant de constater que l'argument de l'autorité des experts scientifiques pour

bien connus, mais semble *a priori* plus problématique dans des industries relativement nouvelles marquées par un haut degré d'incertitude (au sens de Knight, 1921). Par conséquent, l'approche purement disciplinaire de la gouvernance perd de sa pertinence dans un environnement caractérisé par un degré élevé d'incertitude.

²⁴ Un certain sens de la justice anime ainsi les défenseurs des droits des actionnaires minoritaires comme en atteste Marens (2003, p. 106): « Lewis Gilbert raconte souvent comment l'idée lui est venue d'affirmer les droits des actionnaires alors qu'il assistait à une assemblée d'actionnaires en 1933 dans l'intention de discuter des problèmes de l'entreprise. Or, lorsqu'il se leva pour poser une question, le Président, au lieu de répondre à sa question, invita les actionnaires à rejoindre le buffet. Comme l'a dit Gilbert, '*j'avais été humilié en public par mes propres salariés. J'étais un associé de la société, mais j'ai été traité comme un clochard dont on pouvait se débarrasser en lui donnant une friandise*' (Gilbert, 1956, p. 20). »

justifier de la qualité de certaines normes comportementales est implicite dans le titre d'un ouvrage récent : « Best Practices : Ideas and Insights from *the World's Foremost Business Thinkers* » (nos italiques). Notons également que ce livre contient un article de Jensen et Fuller (2003) sur la « bonne » gouvernance. Supposer l'existence d'effets de communication apparaît par conséquent comme plausible.

Rappelons cependant qu'actuellement la recherche scientifique sur les mécanismes de création de valeur en finance laisse des zones d'ombre importantes (voir 1.2. ci-dessus). Ainsi, l'adhésion aux « bonnes pratiques » de gouvernance en vertu des effets de communication est tributaire de l'état des connaissances scientifiques à un moment donné. Comme la recherche sur les mécanismes de gouvernance des firmes autres que la grande entreprise managériale ne commence à se développer que très récemment et n'a pas encore produit de modèle de référence comparable à celui de l'approche traditionnelle, cette dernière est simplement transposée à l'ensemble des firmes²⁵, ce qui est compréhensible (au sens wéberien), mais est susceptible de se révéler comme abusif avec le progrès des connaissances.

Les effets de communication ne nous semblent cependant pas être la seule explication du caractère essentiellement disciplinaire des « meilleures pratiques » de gouvernance. En fait, l'observation des moments d'apparition des recommandations en matière de gouvernance, en général, et des CG, en particulier, indique que cette apparition fait régulièrement suite à des périodes de crise particulièrement vigoureuses. Tel était déjà le cas des analyses pionnières de Berle et Means, proposées dans un contexte très marqué par la Grande Dépression. Les recommandations de Jensen (1993) font également suite à l'observation d'échecs retentissants de la part des dirigeants d'entreprises emblématiques, telles que General Motors et Eastman Kodak, et cette observation figure explicitement comme argument pour asseoir l'acceptabilité des analyses disciplinaires (p. 852-853). Par rapport aux CG, nous avons signalé précédemment que ceux-ci ont fait leur entrée initiale en Europe à la suite de certains scandales financiers en Grande-Bretagne, et que leur diffusion a ensuite reçu une impulsion supplémentaire grâce à la crise financière de 1998. Ainsi, une grande partie des recommandations contenues dans les CG apparaît comme une réaction directe à certains scandales et, donc, à des problèmes avérés de discipline financière. On peut alors supposer que les parties prenantes à la vie des grandes firmes étaient, pendant ces périodes-là, très sensibilisées à l'insuffisance des systèmes de contrôle, ce qui a dû les rendre particulièrement

réceptifs à toute proposition visant à remédier à de telles insuffisances. Compte tenu de cette *prédisposition mentale*, on peut comprendre l'intérêt suscité par la conception disciplinaire de la gouvernance et la forte légitimité remportée par les « meilleures pratiques » qui s'en inspirent auprès des praticiens de la finance et de l'opinion publique.

Il ne semble, par conséquent, pas irréaliste d'y voir une manifestation concrète des « effets de disposition » chers à Boudon (1986)²⁶. Le constat suivant, dû à Monks et Minow (1995) (cités par Aguilera et Cuervo-Cazurra, 2004, p. 419), semble corroborer l'idée de l'existence d'un effet de disposition : « The 1990 British recession as well as a series of high-profile corporate failures in which the weakness of internal corporate control was a contributing factor, raised the issue of corporate accountability both in the public mind and in the House of Commons. » Plus récemment, faisant suite à la vague de scandales financiers inaugurée par le cas d'Enron, les recommandations du rapport Bouton sont très explicitement justifiées par les arguments suivants : « Les événements récents et notamment la révélation de pratiques comptables critiquables qui ont affecté des entreprises de taille mondiale, ruiné des actionnaires, des salariés, et conduit à la disparition d'un des tout premiers cabinets d'audit, sont à l'origine d'une grave crise de confiance dans l'essence même de l'économie de marché : la qualité du gouvernement des entreprises et la fiabilité des comptes qui sont le lien entre la réalité de l'entreprise et les actionnaires, institutionnels ou individuels. » (Bouton, 2002, introduction, p. 2) Et le rapport en tire cette conclusion : « La nécessité de se pencher à nouveau sur un certain nombre de principes relatifs au gouvernement d'entreprise [...] est apparue évidente. » (p. 2) On voit, donc, qu'une des raisons fortes très explicitement invoquée pour justifier le qualificatif « meilleures pratiques » accolé aux principes de ce CG (Bouton, 2002, p. 4) est l'observation d'événements réels ayant manifestement conduit à une spoliation significative des parties prenantes. Ainsi, dès l'introduction, le discours reçoit un accent nettement disciplinaire.

2.2. Création de valeur : au-delà de la discipline

Quelle que soit sa pertinence dans certains contextes très précis, il n'en reste pas moins que la représentation des possibilités d'agir sur la valeur dans l'approche traditionnelle de la

²⁵ En fait, 11 des 35 CG européens étudiés par Weil, Gotshal & Manges (2002) encouragent une application des « meilleures pratiques » à l'ensemble des sociétés (cf. tableau G, p. 25 de l'étude précitée).

²⁶ Voir notamment le chapitre « Idéologie, position sociale et dispositions » (p. 137-169).

gouvernance reste incomplète. Ceci est susceptible d'être une explication importante quant aux résultats mitigés des études qui cherchent à mesurer l'impact de la mise en œuvre des « meilleures pratiques » sur la valeur des entreprises (Dedman, 2003)²⁷. En effet, la perspective exclusivement disciplinaire s'attaque plus à des comportements déviants pour éviter la destruction de valeur et la spoliation qu'à la découverte de sources de valeur inédites. Or, l'exploration de nouveaux gisements de valeur est avant tout une question cognitive plutôt que de discipline. Parvenir à une représentation plus riche du processus de création de valeur passe ainsi vraisemblablement par l'intégration de l'aspect cognitif, qui, pourtant, est relativement peu visible dans les « meilleures pratiques » de gouvernance pour les raisons évoquées dans la section précédente.

Intégrer la dimension cognitive pour apprécier l'impact de la gouvernance sur la création de valeur des entreprises est *a priori* susceptible de rendre nos grilles de lecture plus puissantes. C'est ce que montre Charreaux (2002 a) en proposant une revue très riche et originale des fondements théoriques qui sous-tendent les recherches en finance et en gouvernance d'entreprise. Ce faisant, il relate quelques tentatives récentes visant à développer une véritable théorie cognitive de la gouvernance, susceptible de compléter l'approche disciplinaire traditionnelle. Cette nouvelle approche puise ses concepts dans des courants théoriques tels que la théorie fondée sur les ressources (Penrose, 1959 ; Wernerfelt, 1984 ; Barney, 1986 ; Conner et Prahalad, 1996), celle des capacités organisationnelles (Langlois et Robertson, 1995 ; Teece, Pisano et Shuen, 1997), et celle de l'évolutionnisme économique (Nelson et Winter, 1982).

Si on adopte cette nouvelle posture en matière de création de valeur, force est d'admettre qu'un des problèmes centraux, au moins pour certaines entreprises, n'est pas tant de saisir sous l'œil vigilant des administrateurs-surveillants les meilleures opportunités existantes et objectivement connues par tous, mais de développer une vision pertinente de l'avenir²⁸. Ceci signifie l'abandon de l'hypothèse traditionnelle en finance, selon laquelle l'ensemble des opportunités serait une donnée exogène et objective²⁹, pour laisser place à une approche dans laquelle certaines opportunités sont des créations authentiques des dirigeants.

²⁷ Voir également Bhagat S. et Black B. (1999).

²⁸ Cette fonction proprement stratégique du conseil d'administration est étudiée par Goodstein, Gautam et Boeker (1994), qui expliquent que la capacité à initier des changements stratégiques s'avère notamment importante pour des firmes évoluant dans un environnement turbulent. Or, les auteurs ne trouvent pas de relation significative entre cette capacité critique et la proportion d'administrateurs indépendants au sein du conseil.

²⁹ Nous rappelons que cette hypothèse est une condition nécessaire pour identifier d'éventuels problèmes de *free cash flow* et d'exercer de la discipline pour y remédier comme l'appelle de ses vœux Jensen (1993).

Or, cette nouvelle posture nous oblige à modifier quelque peu notre appréciation des « meilleures pratiques » de gouvernance. Charreaux (2000) illustre cela pour le cas de la structure du conseil d'administration. Il conclut, en effet, que la perspective cognitive conduit à une réinterprétation du rôle des administrateurs qui, au lieu d'être de simples surveillants, peuvent « aider le dirigeant à construire sa vision – en la confrontant aux modèles mentaux des administrateurs –, ou à détecter, sinon à construire des opportunités de croissance » (Charreaux, 2002 a). Dès lors, vouloir qualifier l'indépendance des administrateurs de « meilleure pratique », quel que soit le type d'entreprise considéré, apparaît comme excessif. Au contraire, si l'on suit Charreaux (2002 a), « dans la perspective stratégique cognitive, le conseil doit être composé en priorité des administrateurs pouvant le mieux contribuer à la création de compétences, aider le dirigeant à concevoir une vision facilitant l'apprentissage organisationnel ou, encore, faciliter la réduction des conflits cognitifs. Les qualités demandées aux administrateurs ne se conçoivent plus alors en termes d'indépendance et d'expertise en matière de contrôle, selon la distinction interne/externe, mais en fonction des contributions cognitives à même de s'intégrer dans un projet collectif. » Le récit d'un cas comme celui d'UPS fait effectivement ressortir l'aptitude du conseil d'administration à soutenir un réel apprentissage des opportunités stratégiques comme un facteur essentiel de son succès (Sonnenfeld, 2002), ce qui illustre la plausibilité de l'approche cognitive. Dans cet exemple, il est d'ailleurs intéressant de constater que certaines contributions importantes au débat critique concernant les options stratégiques émanent d'administrateurs, qui ne peuvent pas être considérés comme indépendants selon les critères classiques.

Le statut de l'argument cognitif dans le processus de création de valeur n'est cependant pas simple. D'une part, des administrateurs choisis pour leurs compétences cognitives et professionnelles dépassant la seule expertise en matière de surveillance sont susceptibles de contribuer à la *valeur cognitive* de l'entreprise en suggérant au dirigeant des initiatives stratégiques inédites ou en incitant à l'apprentissage de certaines capacités organisationnelles. D'autre part, la structure mentale propre de certains administrateurs comporte également le risque d'un conflit tout autre que celui traditionnellement analysé dans la théorie de l'agence, à savoir un *conflit cognitif* fondé, non pas sur des intérêts objectivement divergents, mais sur un véritable désaccord concernant la meilleure conduite à adopter (Conner et Prahalad, 1996, p. 483). Un tel conflit peut alors être source de coûts, notamment sous la forme d'opportunités d'investissement non exploitées et/ou non créées.

Fort du constat de la plausibilité des coûts d'agence dans certains contextes, mais également convaincu de l'incapacité de l'approche traditionnelle à saisir à elle seule correctement la nature du processus de création de valeur, Charreaux (2002 b) propose une intégration des approches disciplinaire et cognitive de la gouvernance dans un modèle unifié. Il procède en ajoutant des variables nouvelles au modèle d'agence traditionnel. C'est-à-dire que le raisonnement en termes de coûts d'agence managériaux traditionnels est enrichi par l'introduction de « gains cognitifs » et de « coûts d'agence cognitifs ». Optimiser la valeur d'une entreprise relève par conséquent d'un arbitrage complexe et dynamique entre l'ensemble de ces variables, en sachant que la valeur concrète prise par chacune d'elles dans un cas réel dépend vraisemblablement de l'état de l'environnement, entre autres en matière de technologie, de turbulence et de cadre institutionnel.

Alors, si une pratique de gouvernance tire sa légitimité comme étant la « meilleure » de sa capacité à encourager l'optimisation de la création de valeur, les développements précédents devraient inciter à une certaine prudence dans le travail d'évaluation des dispositifs de gouvernance. En effet, créer de la valeur implique plus que la seule réduction des coûts d'agence managériaux à travers des instances disciplinaires. Or, qualifier les recommandations des CG sous leur forme actuelle - c'est-à-dire quasi exclusivement disciplinaire - de « meilleures pratiques » implique que les grilles d'évaluation qui en sont dérivées (exemple : DVFA, 2000) négligent la dimension cognitive de la création de valeur. Une application rigide des recommandations des CG, bien qu'*a priori* indiquée dans certains cas de figure où les problèmes d'agence s'avèrent effectivement intenses, risque d'avoir des effets contre-productifs dans des activités exigeant de la part des dirigeants certaines compétences très spécifiques et difficilement communicables à des non-experts. Il en résulte que la qualité des pratiques de gouvernance est contingente et qu'il est vraisemblablement impossible d'établir le « meilleur » dosage entre pratiques à effet disciplinaire et pratiques à effet cognitif de façon universelle.

2.3. Compatibilité des idées cognitives avec les CG

Pour rendre justice aux CG, il convient de signaler que les aspects cognitifs n'y sont pas complètement ignorés. On peut effectivement en trouver quelques traces comme le montre la citation suivante issue du code intitulé *Swedish Shareholders Association Policy*.

« The board should be composed of *capable* members representing *all-round competence*. » (Weil, Gotshal & Manges, 2002, p. 51, nos italiques) Ainsi, le terme «all-round competence » semble plus proche d'un référentiel du type théorie fondée sur les ressources que d'une perspective étroitement disciplinaire.

L'approche contractuelle/disciplinaire de la gouvernance et l'approche cognitive n'apparaissent donc pas comme complètement incompatibles. Simplement, bien que l'intérêt de l'expertise et de la compétence professionnelles pour la création de valeur ne soit pas complètement ignoré par les auteurs des CG, ces derniers n'en tirent pas véritablement de conséquences pour la formulation concrète des « meilleures pratiques ». La dimension cognitive n'apparaît qu'implicitement et très à la marge, alors que les aspects liés à l'asymétrie d'information et aux conflits d'intérêt sont développés d'une façon très explicite dans les CG. Ainsi, dans leurs recommandations, l'aspect disciplinaire prédomine.

Ceci est susceptible d'avoir des implications pour l'applicabilité des CG. En fait, une des particularités des codes étudiés par Weil, Gotshal & Manges (2002) est le fait que l'application des principes qu'ils contiennent est facultative, dans la mesure où il ne s'agit pas de textes législatifs. Ainsi, la mise en œuvre concrète des « meilleures pratiques » de gouvernance est susceptible d'être caractérisée par une certaine souplesse. On peut probablement aller encore plus loin en formulant l'hypothèse, selon laquelle l'adoption incomplète des « meilleures pratiques » de gouvernance par les entreprises, telle que régulièrement relatée dans les études de conformité³⁰, n'est pas seulement un phénomène passager mais tient, au contraire, aux caractéristiques propres du processus de création de valeur de certaines firmes. Autrement dit, si certaines entreprises ne se conforment pas aux « meilleures pratiques » de gouvernance exposées dans les CG³¹, et cela durablement, il n'est pas exclu qu'il s'agit d'entreprises où la variable cognitive joue un rôle très significatif, alors que les conflits d'agence sont de faible ampleur. C'est une hypothèse, qui mériterait d'être approfondie et testée ultérieurement.

Conclusion

³⁰ Dans le cas de la France, on peut citer l'exemple des études du cabinet KPMG qui analyse régulièrement le degré de mise en application des recommandations du Rapport Viénot par les entreprises.

³¹ Bouton (2002, p. 5) fait le constat suivant concernant les recommandations des rapports Viénot : « Il reste qu'il existe de grandes entreprises cotées qui ne satisfont pas encore à certaines des règles essentielles qu'elles avaient préconisées. »

L'utilisation du terme « meilleures pratiques » est courante pour qualifier les recommandations contenues dans les codes de gouvernance. Ce terme ne doit cependant pas induire en erreur, car le superlatif suggère l'universalité des recommandations formulées. Or, un examen attentif des présupposés théoriques qui sous-tendent le jugement de valeur porté sur les mécanismes de gouvernance révèle la nature contingente du modèle de création de valeur dominant. S'inscrivant dans une logique d'essence disciplinaire, ce modèle conduit à des recommandations en termes de gouvernance qui pourraient être qualifiées de palliatifs à une possible *destruction* de valeur. Pertinente dans certains contextes, notamment dans le cas des grandes firmes managériales au sens de Berle et Means (1932) où les problèmes d'agence sont potentiellement aigus, une application rigide de ces principes à n'importe quelle entreprise risquerait cependant d'être contre-productive, car négligeant deux vecteurs essentiels d'une authentique *création* de valeur, à savoir la valeur cognitive et d'éventuels coûts d'agence cognitifs.

En pratique, la très large reconnaissance d'un ensemble de principes de gouvernance débouche inévitablement sur un enjeu d'évaluation pour les entreprises. En témoigne l'apparition de grilles d'évaluation des pratiques de gouvernance, directement dérivées des principes formulés dans les codes de bonne conduite, comme la *Scorecard for German Corporate Governance* de l'association allemande des analystes financiers et des gestionnaires d'actifs (DVFA, 2000) ou l'instrument d'évaluation utilisé par un cabinet de conseil comme Déminor et dont les analyses en matière de gouvernance sont régulièrement relatées par la presse financière. Récemment, les agences de *rating* ont également fait savoir que les standards de gouvernance allaient à l'avenir davantage influencer leur notation (Les Echos, 30/03/2004). De par leur impact sur l'attitude de la communauté financière, de telles évaluations des firmes par rapport à l'étalon des « meilleures pratiques » de gouvernance sont susceptibles d'influencer le comportement réel des entreprises soucieuses de gérer leur accès aux ressources. Pourtant, l'application des principes contenus dans les CG n'est pas un garant de la création de valeur.

Références

Aguilera R. et Cuervo-Cazurra A. (2004), « Codes of Good Governance Worldwide : What Is the Trigger ? », *Organization Studies*, vol. 25, n° 3, p. 415-443.

- Barney J.B. (1986), «Strategic Factor Markets : Expectations, Luck, and Business Strategy », *Management Science*, 32/10, p. 1231-1241.
- Berle A. et Means G. (1932), *The Modern Corporation and Private Property*, Harcourt, Brace & World, nouvelle édition : New Brunswick NJ, Transaction Publishers, 1991.
- Bhagat S. et Black B. (1999), «The Uncertain Relationship between Board Composition and Firm Performance », Columbia Law School, Law and Economics Working Paper.
- Boudon R. (1986), *L'idéologie ou l'origine des idées reçues*, Fayard.
- Boudon R. (1990), *L'art de se persuader des idées douteuses, fragiles ou fausses*, Fayard.
- Boudon R. (1999), *Le sens des valeurs*, Paris, Quadrige/PUF.
- Boudon R. (2003), *Raison, bonnes raisons*, Paris, PUF.
- Bouton D. (2002), « Pour un meilleur gouvernement des entreprises cotées », rapport du groupe de travail présidé par D. Bouton, MEDEF.
- Charreaux G. (2000), « Le conseil d'administration dans les théories de la gouvernance », *Revue du Financier*, n° 127, p. 8-17.
- Charreaux G. (2002, a), « Variation sur le thème 'A la recherche de nouvelles fondations pour la finance et la gouvernance d'entreprise' », *Finance Contrôle Stratégie*, vol. 5, n° 3, p. 5-68.
- Charreaux G. (2002, b), «L'actionnaire comme apporteur de ressources cognitives », *Revue Française de Gestion*, vol. 28, n° 141, novembre-décembre, n° spécial, p. 77-107.
- Conner K.R. et Prahalad C.K. (1996), «A Resource-Based Theory of the Firm : Knowledge vs. Opportunism », *Organization Science*, vol. 7, n° 5, p. 477-501.
- Dedman E. (2003), «The Cadbury Committee Recommendations on Corporate Governance : A Review of Compliance and Performance Impacts », *International Journal of Management Reviews*, vol. 4, n° 4, p. 335-352.
- DVFA (2000), *Scorecard for German Corporate Governance*, Deutsche Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management, www.dvfa.de.
- European Corporate Governance Institute ECGI (2004), «Index of codes », www.ecgi.org/codes/all_codes.htm.
- Goodstein J., Gautam K. et Boeker W. (1994), « The Effects of Board Size and Diversity on Strategic Change », *Strategic Management Journal*, vol. 15, p. 241-250.
- Jensen M. (1986), «Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers », *The American Economic Review*, vol. 76, n° 2, p. 323-329.
- Jensen M. (1993), « The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems », *Journal of Finance*, vol. XLVIII, n° 3, p. 831-880.

- Jensen M. (2000), « Value Maximization and the Corporate Objective Function », in M. Beer et N. Norhia, éd., *Breaking the Code of Change*, HBS Press.
- Jensen M. et Chew D. (1995), « U.S. Corporate Governance : Lessons from the 1980s », in P. Bernstein, éd., *The Portable MBA in Investment*, John Wiley and Sons, version électronique : http://papers.ssrn.com/sol3/paper.taf?ABSTRACT_ID=146150.
- Jensen M. et Fuller J. (2003), «What's a Director to Do ? », in *Best Practices : Ideas and Insights from the World's Foremost Business Thinkers*, Cambridge, MA, Perseus Publishing, <http://ssrn.com/abstract=357722>.
- Jensen M. et Meckling W. (1976), « Theory of the Firm : Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure », *Journal of Financial Economics*, 3, p. 78-133.
- Knight F. H. (1921), *Risk, Uncertainty, and Profit*, Boston MA, Houghton Mifflin, version électronique : <http://www.econlib.org>.
- Langlois R.N. et Robertson P.L. (1995), *Firms, Markets and Economic Change : A Dynamic Theory of Business Institutions*, London/New York, Routledge.
- Les Echos (30/03/2004), « La gouvernance des sociétés influera plus sur leur notation ».
- Marens R. (2003), « Evolution du gouvernement des entreprises : l'émergence de l'activisme actionnarial au milieu du XXe siècle », *Finance Contrôle Stratégie*, vol. 6, n° 4, p. 97-131.
- McKinsey (2000), « Three surveys on corporate governance », *The McKinsey Quarterly*.
- Nelson R.R. et Winter S.G. (1982), *An Evolutionary Theory of Economic Change*, Cambridge, Harvard University Press.
- Pellens B., Hillebrandt F. et Ulmer B. (2001), « Umsetzung von Corporate-Governance-Richtlinien in der Praxis », *Betriebs-Berater*, vol. 56, n° 24, p. 1243-1250.
- Penrose E. G. (1959), *The Theory of the Growth of the Firm*, New York, Wiley.
- Shleifer A. et Vishny R. (1997), «A Survey of Corporate Governance », *Journal of Finance*, vol. 52, p. 737-783.
- Sonnenfeld J.A. (2002), « What Makes Great Boards Great », *Harvard Business Review*, sept., p. 106-113.
- Teece D.J., Pisano G. et Shuen A. (1997), « Dynamic Capabilities and Strategic Management », *Strategic Management Journal*, vol. 18, n° 7, p. 509-533.
- Viénot M. (1995), « Le conseil d'administration des sociétés cotées », CNPF/AFEP.
- Weil, Gotshal & Manges (2002), *Comparative Study of Corporate Governance Codes Relevant to the European Union and Its Member States*, Commission Européenne, http://europa.eu.int/comm/internal_market/en/company/company/news/corp-gov-codes-rpt_en.htm.

Wernerfelt B. (1984), « A Resource-Based View of the Firm », *Strategic Management Journal*, 5, p. 171-180.

Wirtz P. (2002), *Politique de financement et gouvernement d'entreprise*, Paris, Economica.

Wirtz P. (2003), « A Resource Based Interpretation of Performance Enhancing Capital Structure Changes : The O.M. Scott LBO Revisited », cahier de recherche, LEG-FARGO, Université de Bourgogne.

Annexe 1 : Les codes de « meilleures pratiques » de gouvernance par pays

Pays	Code	Date
Allemagne	- Berlin Initiative Code	Juin 2000
	- German Panel Rules	Juillet 2000
	- Cromme Commission Code	Décembre 2001
Belgique	- Recommendations of the Federation of Belgian Companies	Janvier 1998
	- Recommendations of the Belgian Banking & Finance Commission	Janvier 1998
	- Cardon Report	Décembre 1998
	- The Director's Charter	Janvier 2000
Danemark	- Danish Shareholders Association Guidelines	Février 2000
	- Nørby Report & Recommendations	Décembre 2001
Espagne	- Olivencia Report	Février 1998
Finlande	- Chamber of Commerce/Confederation of Finnish Industry & Employers Code	Février 1997
	- Ministry of Trade & Industry Guidelines	Novembre 2000
France	- Rapport Viénot	Juillet 1995
	- Hellebuyck Commission Recommendations	Juin 1998, mise à jour octobre 2001
	- Rapport Viénot II	Juillet 1999
Grèce	- Mertzanis Report	Octobre 1999
	- Federation of Greek Industries Principles	Août 2001
Irlande	- IAIM Guidelines	Mars 1999
Italie	- Preda Report	Octobre 1999
Pays-Bas	- Peters Report	Juin 1997
	- VEB Recommendations	1997

	- SCGOP Handbook & Guidelines	Août 2001
Portugal	- Securities Market Commission Recommendations	Novembre 1999
Royaume-Uni	- Institute of Chartered Secretaries & Administrators Code	Février 1991
	- Institutional Shareholders Committee Statement of Best Practice	Avril 1991
	- Cadbury Report	Décembre 1992
	- PIRC Shareholder Voting Guidelines	Avril 1994, mise à jour mars 2001
	- Greenbury Report	Juillet 1995
	- Hermes Statement	Mars 1997, mise à jour janv. 2001
	- Hampel Report	Janvier 1998
	- Combined Code	Juillet 1998
	- Turnbull Report	Septembre 1999
	- NAPF Corporate Governance Code	Juin 2000
	- AUTIF Code	Janvier 2001
Suède	- Swedish Shareholders Association Policy	Novembre 1999

Source : Weil, Gotshal et Manges (2002)

N.B. Ce tableau donne une idée de la diffusion géographique des idées (telles que promues par les acteurs dans leur discours officiel) sur les « meilleures pratiques » de gouvernance dans le temps. Ainsi, le premier pays européen à avoir enclenché le débat est le Royaume-Uni au début de la décennie 1990, suivi par la France avec le rapport Viénot de 1995. Il apparaît donc que la France a adopté un certain nombre d'idées sur les pratiques de gouvernance relativement tôt comparativement à d'autres pays d'Europe continentale, la prochaine vague massive de publication de codes pouvant être datée des années 1997/98 (Belgique, Espagne, Pays-Bas). Il est remarquable qu'un pays comme l'Allemagne n'ait adopté ses codes que relativement tard, c'est-à-dire à partir de 2000. Cela représente presque une décennie après la première apparition du phénomène « meilleures pratiques » de gouvernance en Europe.