

Quelle théorie pour la gouvernance? De la gouvernance actionnariale à la gouvernance cognitive et comportementale

Gérard CHARREAUX*
Université de Bourgogne, LEG (FARGO)-UMR 5118

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

Cahier du FARGO n° 1110402
Version 1 – Avril 2011

Résumé : Le champ du gouvernement ou de la gouvernance des entreprises est constitué par l'analyse des règles du jeu managérial, lesquelles, en encadrant la latitude décisionnelle des dirigeants, conditionnent la création de valeur organisationnelle et, plus globalement, la performance économique. Cet article a deux principaux objectifs. Premièrement, il vise à présenter les principales théories de la gouvernance en explicitant les modèles de création et de répartition de la valeur qui les sous-tendent. Au-delà de la vision financière actionnariale qui domine le champ des recherches en gouvernance mais dont le pouvoir explicatif est limité, sont également présentées les visions contractuelles partenariales qui prennent en compte l'ensemble des parties prenantes et les visions cognitives qui s'appuient sur une analyse différente de la création de valeur fondée sur les notions de connaissance et de compétence. Ces deux visions sont complétées par la prise en compte de la dimension comportementale associée aux biais affectant les décisions managériales. Deuxièmement, il cherche à préciser les conséquences de ces différentes théories tant pour expliquer la configuration et le fonctionnement des systèmes de gouvernance que pour éclairer les débats visant à identifier et imposer un système optimal de gouvernance.

Mots clés : gouvernance actionnariale, gouvernance partenariale, gouvernance cognitive, gouvernance comportementale.

JEL Classification : G300

Contact : Gérard Charreaux, gerard.charreaux@u-bourgogne.fr

* Ce texte est une version révisée d'un texte antérieur publié sous le titre « Le gouvernement des entreprises » dans J. Allouche (Coord.), Encyclopédie des ressources humaines, Vuibert, 2^e édition, 2006.

Depuis près de trois décennies, le thème du « gouvernement » ou de la « gouvernance » des entreprises a pris une place importante dans les préoccupations des hommes politiques, des médias, et des chercheurs en sciences sociales (droit, économie, gestion, science politique...). Cette place s'est accrue à la suite des perturbations entraînées par les scandales (Enron, Worldcom, Parmalat...) du début du siècle, puis de la crise des *subprimes* de 2008. La qualité de la gouvernance des entreprises ayant été incriminée, l'intervention du législateur dans la régulation des entreprises s'est renforcée, tout particulièrement aux États-Unis avec la loi Sarbanes-Oxley en 2002 puis, plus récemment, la loi Dodd-Frank de 2010, sur la régulation financière. Au-delà des évolutions des législations nationales, des organisations supranationales telles que l'OCDE, le FMI ou la Banque Mondiale ont pris position en matière de gouvernance. Enfin, on ne compte plus les articles scientifiques consacrés à la gouvernance tant dans une perspective micro que macroéconomique. La question de la gouvernance apparaît désormais indissociable de celle du développement économique.

La théorie de la gouvernance n'a pas pour objet d'étudier la façon dont les dirigeants gouvernent, c'est-à-dire le management. Elle a pour champ d'investigation la régulation des dirigeants, l'hypothèse implicite étant que ces derniers jouent un rôle substantiel dans les performances des entreprises et, par suite, des économies nationales. L'origine du thème est habituellement attribuée à Berle et Means (1932). Pour ces auteurs, dont l'analyse se situait dans le contexte de la crise de 1929, le problème associé à la gouvernance est né du démembrement de la fonction de propriété qui est apparu aux États-Unis, au début du 20^e siècle, avec l'émergence d'une nouvelle forme d'organisation, la grande société cotée à actionnariat diffus (la firme managériale). Dans ce type de société, contrairement à l'entreprise familiale traditionnelle, la fonction de contrôle - censée être accomplie par les actionnaires - est séparée de la fonction décisionnelle qui reste l'apanage des dirigeants. Cette

séparation, en raison d'une défaillance des systèmes de contrôle chargés de discipliner les principaux dirigeants, aurait provoqué une dégradation de la performance et une spoliation des actionnaires. Cette thèse allait être à l'origine d'un renforcement de la réglementation boursière aux États-Unis aboutissant à la création de la *Securities and Exchange Commission* chargée de protéger les investisseurs financiers. Le problème dont traite la gouvernance s'inscrit ainsi, à l'origine, dans une perspective disciplinaire visant à définir les « règles du jeu managérial ».

Même si d'autres voies sont explorées, en particulier au sein du courant néo-institutionnaliste sociologique qui privilégie les notions de pouvoir et de légitimité, les principales théories de la gouvernance s'inscrivent dans le paradigme fonctionnaliste de l'efficience. Dans ce dernier, toute organisation est supposée avoir pour but, via la coopération, de produire un surplus par rapport aux ressources consommées et de le répartir de façon à maintenir la viabilité de l'organisation. Tant la compréhension que l'évaluation du système de gouvernance des dirigeants se font en fonction de sa contribution à l'efficience. Ce schéma s'applique quelle que soit la nature de l'organisation, à but lucratif ou non, publique ou privée. La vision de la gouvernance apparaît contingente au modèle de création et de répartition de la valeur mobilisé lequel dépend lui-même de la représentation théorique de l'organisation.

La présentation des différents modèles de création et de répartition de la valeur sous-jacents aux principaux courants théoriques de la gouvernance fera l'objet de la première partie. La seconde partie permettra de préciser les conséquences qui en découlent tant pour expliquer la configuration et le fonctionnement des systèmes de gouvernance (désormais SG), que pour éclairer les principaux débats qui agitent le champ. Quel est le bon SG à mettre en place, notamment en s'inspirant des performances comparées des économies développées ?

Quel objectif de gestion doit-on attribuer aux dirigeants ? Un tableau de synthèse confrontant les différents modèles sera présenté en troisième partie.

1. Les modèles de création et de répartition de la valeur sous-jacents aux principales théories de la gouvernance

Deux principaux courants théoriques proposent des explications différentes de l'efficacité des organisations et de leur existence. Le premier s'appuie sur la vision contractuelle de la firme issue des théories des droits de propriété, des coûts de transaction et de l'agence. La firme est un « nœud de contrats », un centre contractant chargé de gérer, de façon centralisée, l'ensemble des contrats nécessaires à la production. Son organisation et son périmètre sont d'autant plus efficaces qu'ils permettent de réduire les coûts nés des asymétries d'information et des conflits d'intérêts entre les différentes parties prenantes. La perspective contractuelle connaît plusieurs variantes fonctions de la représentation du nœud de contrats et des problèmes liés. On oppose la vision financière qui assimile efficacité et richesse des actionnaires à la vision partenariale qui évalue l'efficacité du point de vue de l'ensemble des parties prenantes (*stakeholders*) affectées par l'activité de la firme. À la première est associé le modèle financier - actionnarial - de la gouvernance et, à la seconde, le modèle contractuel partenarial. Dans les deux cas, la fonction des systèmes de gouvernance est de discipliner les dirigeants de façon à aider à la réduction des pertes d'efficacité d'origine informationnelle.

Si, au sein du premier courant, la notion d'information, confondue avec celle de connaissance, occupe une place centrale, les « théories cognitives » - *knowledge-based* - des organisations, qui constituent le second courant, distinguent ces deux notions et privilégient celle de connaissance. Alors que la notion d'information s'appréhende par rapport à un ensemble fermé, objectif, de données relatives aux conséquences des événements possibles, la connaissance représente, au contraire, un ensemble ouvert, subjectif, résultant de

l'interprétation de l'information. Quand l'action sur l'efficacité se limite à la réduction des coûts nés des asymétries d'information dans la perspective contractuelle, cette action passe par la voie cognitive dans la perspective alternative. La firme a la faculté d'apprendre et de créer de la connaissance : les notions d'apprentissage, de compétence et d'innovation deviennent centrales pour comprendre le processus de création de valeur. La gouvernance s'appréhende alors par sa capacité à influencer la création de valeur via le levier cognitif, par exemple en facilitant l'innovation. À cette conception est associé le modèle « cognitif » de la gouvernance.

Les modèles contractuel et cognitif ignorent, cependant, un déterminant important de la création de valeur, les erreurs commises par les dirigeants dans leurs décisions, en raison des biais comportementaux qui les affectent. La reconnaissance de ces biais conduit à proposer un modèle comportemental de la gouvernance, le rôle de cette dernière étant alors de gérer les biais de façon à ce que les leviers disciplinaires et cognitifs soient les plus efficaces possibles.

1.1. Le modèle financier de la gouvernance

Le modèle financier trouve son origine dans la théorie de l'agence, notamment dans l'article très célèbre de Jensen et Meckling (1976). Cet article avait deux objectifs, d'une part, proposer une théorie contractuelle de la firme fondée sur la théorie des droits de propriété, dans la version particulière associée au modèle de l'« équipe de production » et sur la notion de relation d'agence, d'autre part, montrer comment cette théorie pouvait contribuer à expliquer la structure financière des entreprises.

Si, au départ, les deux auteurs considèrent que la firme est un nœud de contrats, associant la firme et l'ensemble des différents apporteurs de ressources (les membres de l'équipe), leur objectif limité – expliquer la structure de financement –, les conduit à ne retenir

qu'un modèle simplifié réduit à deux relations d'agence. La première relation lie les dirigeants aux actionnaires, la seconde, la firme (représentée par les dirigeants et les actionnaires) aux créanciers financiers.

Cette première modélisation, qui plaçait au premier rang l'analyse de la relation entre un dirigeant qui ouvrait son capital et les actionnaires – les actionnaires jouant le rôle du principal et le dirigeant, celui de l'agent –, est à l'origine de la conception actionnariale dominante. Fréquemment associée à la conception légale de la propriété censée ne reconnaître comme propriétaires – créanciers résiduels – que les seuls actionnaires¹, elle n'inclut dans les SG que les mécanismes visant à aligner les intérêts des dirigeants sur ceux des actionnaires, par exemple, le conseil d'administration. Le rôle du SG se limite à protéger les investisseurs financiers (Shleifer et Vishny, 1997) contre les comportements potentiellement opportunistes des dirigeants. Cette fonction de protection allait s'élargir ultérieurement pour prendre en compte les éventuels excès des actionnaires détenant le contrôle des firmes vis-à-vis des minoritaires.

Le SG est composé, d'une part, de mécanismes « internes » à la firme, mis en place intentionnellement par les parties ou imposés par le législateur, d'autre part, de mécanismes « externes » représentant la discipline exercée par les marchés. Dans le modèle financier, les mécanismes internes, – les assemblées générales d'actionnaires, le conseil d'administration... – et externes comme le marché des dirigeants et le marché des prises de contrôle ont pour fonction de réduire les coûts d'agence nés des conflits entre dirigeants et actionnaires. D'autres mécanismes comme les garanties contractuelles, les procédures de règlement judiciaire, le marché de l'information comptable et financière (auditeurs, analystes financiers), voire la réputation, permettent de résoudre les conflits d'intérêts entre la firme et les créanciers financiers.

¹ Un droit ou un gain est « résiduel » s'il n'est pas prévu et défini explicitement par les contrats ou par la loi.

Ces différents mécanismes imbriqués et interdépendants constituent un système dont la configuration peut varier selon les types d'organisation. Dans les firmes managériales, selon Fama (1980), le mécanisme dominant serait le marché des dirigeants lequel s'appuierait lui-même sur l'évaluation de la performance par le marché financier. Les dirigeants chercheraient en conséquence à maximiser la valeur actionnariale pour accroître leur réputation et leur valeur sur le marché managérial. L'action du marché des dirigeants serait confortée par des mécanismes internes comme la hiérarchie, la surveillance mutuelle entre membres de l'équipe dirigeante et, surtout, le conseil d'administration. Cet organe, pour être efficace, devrait inclure simultanément des administrateurs internes (membres du management) pour des raisons d'accès à l'information et des administrateurs externes dont l'indépendance serait garantie par l'existence d'un marché actif des administrateurs. La discipline exercée par le conseil se ferait principalement par la voie incitative, en associant la rémunération des dirigeants à la performance actionnariale (bonus, stock-options,...), ou par l'éviction des dirigeants. Le marché des prises de contrôle, mécanisme particulièrement lourd et coûteux, n'interviendrait qu'en dernier recours.

Le modèle financier s'est révélé particulièrement fructueux. Il a permis d'investiguer des questions aussi variées que les rémunérations des dirigeants, le rôle, la composition (administrateurs indépendants ou non), la forme (bi ou monocalamérale) du conseil d'administration, le rôle disciplinaire des offres publiques, l'évaluation de la performance par le marché financier, le droit d'expression et la protection des petits porteurs, le rôle des actionnaires dominants (blocs de contrôle), des investisseurs institutionnels, du *private equity*, des réseaux d'administrateurs... L'efficacité des différents mécanismes, évaluée sur la base de la seule valeur actionnariale, a fait l'objet d'une multitude d'études économétriques rendues possibles par la constitution des banques de données financières. Même si les résultats obtenus sont souvent ambigus - par exemple, le lien entre performance boursière et

rémunération est fortement contesté (Bebchuk et Grinstein, 2005) -, ces recherches, en particulier celles concernant l'évaluation des performances des dirigeants et la structure de leurs rémunérations, constituent des contributions importantes pour comprendre le fonctionnement des organisations et pour améliorer leur gestion. Dans une perspective plus critique, on peut imputer au modèle financier le développement des rémunérations incitatives indexées sur les cours boursiers, et, par conséquent, la très forte croissance de la richesse des dirigeants et des inégalités dans les économies capitalistes modernes. Les excès en matière de rémunérations managériales sont une des questions de gouvernance qui soulèvent le plus de débats tant sur le plan éthique que sur le rôle néfaste qu'ils semblent avoir joué dans le déclenchement des crises de la dernière décennie.

Le pouvoir explicatif limité du modèle actionnarial, surtout lorsqu'on cherche à comprendre la structure et le fonctionnement des systèmes non anglo-saxons, son peu de réalisme au vu du rôle minime joué par les actionnaires dans le financement des entreprises ou, encore, la relation ambiguë liant les mécanismes disciplinaires des dirigeants à la performance actionnariale ont conduit à explorer d'autres voies.

1.2. Le modèle contractuel partenarial

Le modèle contractuel partenarial plonge également ses racines dans la représentation de la firme comme noeud de contrats entre les différentes parties prenantes. L'aménagement principal par rapport au modèle financier intervient au niveau de la répartition en contestant le statut de créancier résiduel exclusif des actionnaires. Cette remise en cause conduit à s'interroger sur le partage de la rente organisationnelle. Les autres parties prenantes supportent également un risque résiduel et ne sont incitées à contribuer à la création de valeur que si elles perçoivent une partie de la rente. Pour Zingales (1998), la gouvernance n'influe sur la création de la rente qu'à travers la répartition. Autrement dit, le SG n'est qu'un

ensemble de contraintes régissant la négociation qui a lieu ex post entre les différentes parties prenantes pour se partager la rente.

Ce modèle s'appuie sur une définition élargie de la propriété en fonction de la détention effective des droits de décision résiduels et de l'appropriation des gains résiduels. Le statut de propriétaire peut alors être étendu à l'ensemble des participants au nœud de contrats. Un salarié à qui on attribue un pouvoir de décision résiduel, de façon à mieux exploiter ses connaissances personnelles spécifiques, devient partiellement propriétaire. Il ne sera incité à produire des efforts que s'il perçoit une partie de la rente organisationnelle.

Le rôle clé du capital humain associé aux compétences des salariés spécifiques à la firme (Blair 1995, 1999) dans la formation de la rente organisationnelle est explicitement reconnu, tout spécialement dans les secteurs de la nouvelle économie (Rajan et Zingales, 2000). Cette spécificité rend, cependant, ce capital particulièrement vulnérable aux tentatives d'expropriation des managers et des actionnaires. Le SG a alors également pour fonction de protéger la valeur de ce capital qui dépend des rentes que peuvent s'approprier les salariés. La firme devient un nœud d'investissements spécifiques : une combinaison d'actifs et de personnes mutuellement spécialisés (Zingales, op. cit. ; Rajan et Zingales, 2000). Enfin, l'aboutissement logique de la démarche partenariale est sa généralisation à l'ensemble des parties prenantes contribuant à l'origine de la valeur créée. La création de valeur repose également sur les compétences particulières offertes, spécialement dans des relations de coopération de longue durée, par certains fournisseurs, sous-traitants ou clients. Une telle approche suppose que les relations entre la firme et les différentes parties prenantes ne sont pas simplement marchandes, mais sont co-construites de façon à créer de la valeur selon la perspective élargie de la valeur partenariale (Charreaux et Desbrières, 1998).

1.3. Le modèle cognitif de la gouvernance

La vision contractuelle partenariale en restant focalisée sur la résolution des conflits d'intérêts entre parties prenantes ignore cependant la dynamique productive. Si le lien entre compétences et rente organisationnelle est reconnu, le levier principal reste la mise en place d'une répartition de la rente suffisamment incitative pour maximiser la création de valeur. Le processus productif qui joue un rôle souvent central dans la création de valeur n'est pas étudié. Pour l'appréhender, il est nécessaire de faire appel aux théories cognitives de la firme. Contrairement aux théories contractuelles, qui peuvent s'interpréter comme des prolongements du modèle économique néoclassique, ces théories (théorie évolutionniste de la firme, théories des ressources et des compétences,...) rompent radicalement avec ce dernier.

Les théories cognitives reposent sur une vision radicalement différente du processus de création de valeur dans la mesure où elles conduisent à accorder une importance centrale à la construction des compétences et aux capacités des firmes à innover, à créer leurs opportunités d'investissement et à modifier leur environnement. Les théories contractuelles, en accordant un intérêt quasiment exclusif aux conflits d'intérêts, à l'appropriation des rentes, passent sous silence la dimension productive de la création de valeur. Il est vraisemblable, cependant, que le déterminant principal de cette création ne réside pas dans la conciliation des intérêts (perspective disciplinaire), mais se situe dans les dimensions cognitives de la création de valeur. L'argument cognitif est mobilisé de différentes façons, soit comme moyen de faciliter la coordination qualitative et de réduire les coûts des conflits cognitifs, soit comme mode d'invention de nouvelles opportunités productives. Comme corollaire, la clé de la performance dans ces approches se situe dans la capacité du management à imaginer, percevoir, construire de nouvelles opportunités (Prahalad, 1994 ; Lazonick et O'Sullivan, 1998, 2000). La création de valeur dépendrait en priorité de l'identité et des compétences de la firme conçue comme un répertoire de connaissance, un ensemble cohérent, dont la capacité à être rentable de façon durable serait liée à la spécificité.

La prise en compte de la dimension cognitive de la création de valeur conduit à concevoir différemment le rôle du SG. Celui-ci, en orientant le jeu managérial, contribue également à influencer la création de valeur dans ses dimensions cognitives, par exemple en facilitant la construction de certaines compétences. Cette dimension disciplinaire de la gouvernance ne doit pas conduire, pour autant, à négliger la dimension disciplinaire : les deux dimensions sont complémentaires et imbriquées. Les travaux sur la firme innovatrice de Lazonik et O'Sullivan (2000) retiennent simultanément les deux dimensions.

1.4. Le modèle comportemental de la gouvernance

Si la gouvernance agit sur les dirigeants par le biais des leviers disciplinaires et cognitifs, le courant comportemental qui s'est développé en économie et en droit (Jolls et alii, 1998) permet de comprendre que l'efficacité de ces leviers est tributaire des biais comportementaux qui affectent les décisions managériales.

De nombreux commentateurs des deux dernières crises mettent en avant, pour les expliquer, une dimension comportementale : les décisions des agents économiques, particulièrement celles des dirigeants, seraient affectées par des biais cognitifs et émotionnels, occasionnels ou systématiques. Ces biais pourraient être à l'origine de pertes de valeur plus importantes que celles liées à l'opportunisme. L'étude de l'incidence de ces biais sur les décisions financières, notamment celles des investisseurs financiers, a fait l'objet de nombreux développements. Ces biais permettent également de mieux appréhender les erreurs managériales.

Leur prise en compte conduit à redéfinir la fonction des systèmes de gouvernance de façon soit à éviter que ces biais ne se manifestent – fonction de débiaisage –, soit à corriger leurs effets lorsqu'ils sont négatifs. Ces biais, s'ils affectent les décisions des dirigeants, peuvent également troubler le bon fonctionnement des mécanismes de gouvernance. Ainsi, la

formation de bulles spéculatives sur le marché financier peut nuire par l'euphorie qu'elle provoque à l'efficacité de la discipline exercée par certains mécanismes, par exemple, la surveillance assurée par les analystes financiers. On peut, en conséquence, proposer d'introduire une dimension comportementale dans la modélisation de la gouvernance afin de mieux comprendre ses éventuelles défaillances et de renforcer l'efficacité de ses actions disciplinaires et cognitives (Charreaux, 2005 ; Marnet, 2008).

2. Les conséquences des différentes grilles de lecture sur l'analyse de la gouvernance

Si, dans l'approche financière, la gouvernance prend la forme d'un système disciplinaire contraignant les dirigeants à maximiser la richesse des actionnaires à un moment donné (efficacité statique), dans les approches les plus larges, faisant la synthèse entre les dimensions contractuelles, cognitives et comportementales, il s'agit d'un système dont l'efficacité s'évalue à l'aune de la création durable (efficacité dynamique) de valeur partenariale par les organisations « gouvernées ». La durabilité dépend de la capacité du SG à aider les dirigeants sur le plan cognitif et à les contraindre à répartir la valeur créée de telle façon que les différentes parties prenantes ne soient pas spoliées et contribuent à la création de valeur. La définition de la gouvernance doit être suffisamment neutre pour appréhender les différentes fonctions ainsi attribuées à un SG. La définition, selon laquelle le SG constitue l'ensemble des mécanismes (organisationnels ou institutionnels) qui gouverne les décisions des dirigeants et détermine leur latitude (Charreaux, 1997), satisfait à cette exigence. Elle oriente, cependant, l'analyse des SG, tant sous l'angle explicatif, que sous l'angle normatif et prescriptif.

2.1. Les conséquences sur l'explication des systèmes de gouvernance

Avant de préciser les conséquences des différentes perspectives en termes d'explication, deux composantes de leur noyau dur, le principe de sélection naturelle et la représentation systémique, méritent un commentaire particulier, afin de mieux comprendre les schémas de causalité sous-jacents à la modélisation des SG.

2.1.1. Principe de sélection naturelle et représentation systémique de la gouvernance

Selon le principe de sélection naturelle, seuls les SG efficaces, c'est-à-dire à même de permettre aux organisations de créer de la valeur de façon durable, survivent à terme. Ce principe, souvent associé du principe d'efficacité, est parfois interprété de façon trop restrictive. Il n'implique pas que les SG existants sont efficaces dans l'absolu. Selon le principe de remédiabilité, leur efficacité est relative. Elle tient compte des coûts d'adaptation et des limites cognitives et s'apprécie comparativement aux systèmes concurrents. Elle est également précaire, en raison de l'innovation institutionnelle et organisationnelle. Par ailleurs, les principes de sélection naturelle et d'efficacité n'excluent pas la dépendance de sentier : l'efficacité dépend de l'évolution historique du cadre institutionnel. Toutefois, si les SG actuels sont conditionnés par cette évolution, celle-ci a été guidée par la rationalité des acteurs - même si cette dernière est limitée et entachée par les biais comportementaux - et le sentier emprunté peut s'expliquer, au moins en partie, en fonction de considérations liées à l'efficacité. L'introduction de la dimension comportementale ne remet pas en cause ce schéma, l'efficacité trouvant également sa source dans la capacité des SG à prévenir et à corriger les erreurs managériales et leurs conséquences.

Quelle que soit la perspective retenue - actionnariale, partenariale, cognitive, comportementale, synthétique, - la modélisation du SG fait intervenir un certain degré de complexité, supposant, au moins de façon sommaire, une cohérence systémique. Même, dans le modèle financier, on tente de rendre compte des phénomènes de complémentarité ou de

substitution entre mécanismes. Un mécanisme tel que le conseil d'administration peut renforcer ou atténuer la discipline exercée par d'autres mécanismes comme, par exemple, l'assemblée des actionnaires ou les offres publiques. Cette logique systémique et la complexité qui lui est associée (présence d'effets de seuil, de non-linéarités...) expliquent les difficultés économétriques rencontrées pour confirmer, par exemple, les liens supposés unir la forme et le rôle du conseil d'administration à la performance actionnariale. Cette complexité s'accroît dans les modélisations partenariales, cognitives et comportementales.

2.1.2. Un exemple : l'interprétation du rôle du conseil d'administration

Le cas particulier du conseil d'administration permet d'illustrer la diversité des explications associées aux différentes théories de la gouvernance. Le rôle du conseil, exclusivement disciplinaire dans la perspective financière, s'enrichit dans les autres perspectives pour prendre en compte non seulement son utilité pour sauvegarder les intérêts des autres parties prenantes (perspective partenariale), mais également ses fonctions cognitives et comportementales. Les administrateurs peuvent aider le dirigeant à élaborer de nouvelles stratégies mais, également, via leurs propres réseaux, à accéder à d'autres ressources. Enfin, ils peuvent contribuer à prévenir les erreurs liées aux biais comportementaux en jouant un rôle de « garde-fou ».

Les modèles non financiers permettent de mieux comprendre la diversité des rôles et des compositions des conseils d'administration sur le plan international. Dans les pays à actionnariat concentré, la prédominance d'administrateurs indépendants se justifie difficilement par l'objectif de contrôle du dirigeant. En revanche, leur utilité reste entière pour aider à définir et à mettre en œuvre la stratégie ainsi que pour corriger les éventuels biais comportementaux. De même, la vision partenariale peut conduire à concevoir le conseil comme un organe collectif chargé de protéger la création de valeur et d'assurer une répartition

équitable de la rente entre les différentes parties prenantes. On peut ainsi mieux expliquer la place occupée dans certains SG, par les représentants des salariés, voire par les représentants de certaines banques et autres fournisseurs, mais aussi la présence très fréquente des cadres internes et des dirigeants d'autres sociétés, dont l'expertise peut servir d'autres fins que celles du contrôle ou de la protection des investissements en capital humain spécifique.

Ce caractère contingent de l'interprétation des mécanismes de gouvernance ne concerne pas le seul conseil d'administration. Si on adopte une vision stratégique fondée sur les ressources et compétences, les analyses traditionnelles des prises de contrôle s'en trouvent également transformées. Si elles sont des mécanismes permettant de discipliner les dirigeants dans la gouvernance financière, elles peuvent s'interpréter comme des vecteurs d'acquisition de compétences dans la perspective cognitive. De même, dans le courant comportemental, le rôle du droit ne se limite plus à la seule réduction des coûts d'agence, il trouve également une justification comme moyen de corriger les biais comportementaux et d'atténuer leurs conséquences négatives (Charreaux, 2010).

2.1.3. L'explication des configurations des systèmes nationaux de gouvernance

Dans l'approche actionnariale, le SG est, en principe, composé des seuls mécanismes permettant de gérer les conflits entre investisseurs financiers et dirigeants. Dans une perspective intégrative, la configuration des SG s'élargit pour inclure tous les mécanismes influençant les dirigeants dans leurs efforts pour concevoir et diriger les processus de création et de répartition de la valeur. Les SG, plus complexes, incluent des mécanismes protégeant des parties prenantes autres que les actionnaires - en particulier, les salariés -, mais accomplissant également des fonctions cognitives, comme, par exemple, les institutions éducatives. L'analyse comparative des SG nationaux accorde alors une place centrale à la question de la cohérence systémique entre les différents types d'institutions pour expliquer

l'efficacité respective des différentes variétés d'économies capitalistes (Hall et Soskice, 2001).

Les théories de la gouvernance cherchent également à expliquer le fonctionnement des différents SG nationaux afin de prévoir leur évolution et, éventuellement, d'orienter leur transformation. L'explication proposée est contingente au cadre théorique mobilisé. À partir du modèle actionnarial, on tente de comprendre comment se sont constitués les SG et par quelles voies ils agissent sur la valeur actionnariale dans une perspective disciplinaire, c'est-à-dire via le contrôle opéré par les actionnaires, les conseils d'administration, les offres publiques. Les analyses proposées sont, très majoritairement, de type transversal et portent, par exemple, sur la nature du lien entre la performance et la composition du conseil d'administration pour des sociétés de différentes nationalités. Le cadre actionnarial n'exclut pas toutefois les investigations de nature politico-historique comme celles menées par Roe (2003) qui justifie la prédominance de la firme managériale aux États-Unis, ainsi que sa rareté dans les nations d'Europe continentale, en invoquant l'influence du contexte politique sur les coûts d'agence entre actionnaires et dirigeants. Inversement, les approches longitudinales, de nature historique et processuelle, s'appuyant éventuellement sur des études de cas, sont plus fréquentes dans les analyses partenariales et cognitives qui visent à expliquer l'évolution des SG en s'intéressant simultanément à la production et à la répartition.

2.2. Les conséquences normatives et prescriptives

La comparaison des différents SG nationaux conduit inévitablement à s'interroger sur leurs performances respectives et à aborder la question sensible des recommandations en matière de gouvernance. Autrement dit, y a-t-il un SG optimal unique et, dans l'affirmative, faut-il tenter d'importer ce système dans les différentes économies nationales, en imposant, par exemple, les mêmes règles de « bonne gouvernance » à l'ensemble des entreprises ?

2.2.1. De la supériorité du modèle anglo-saxon

Avant la dernière crise financière, et malgré l'alerte qu'aurait dû constituer la crise Enron, la supériorité des SG associés au modèle anglo-saxon, à prédominance financière, était quasiment tenue pour acquise au vu des performances économiques – tout particulièrement, la croissance du PNB par tête – des économies anglo-saxonnes sur les trois dernières décennies. Toutefois, les résultats des études portant sur des périodes plus longues laissaient apparaître que d'autres types de systèmes nationaux semblaient au moins aussi performants. Selon le courant juridico-financier (La Porta et alii, 1998, 2000), qui domine la réflexion en macro-gouvernance, la supériorité du modèle de gouvernance anglo-saxon reposerait sur les vertus attribuées aux systèmes juridiques fondés sur la *Common Law* qui, comparativement à ceux dont le socle est le droit civil, offriraient une meilleure protection aux investisseurs financiers et une plus grande capacité d'adaptation aux évolutions de l'environnement économique. Cette thèse, très caricaturale, a fait l'objet de vives critiques et est le plus souvent infirmée par les analyses juridiques et historiques (Roe, 2006).

De très nombreux travaux en macro-gouvernance (Charreaux, 2006) montrent que la création durable de valeur et la performance macro-économique dépendent d'autres facteurs que la seule protection juridique des investisseurs financiers spécialement de facteurs politiques et socio-culturels. La multiplicité de ces facteurs et la complexité du lien entre gouvernance et performance qui en résulte, conduisent à émettre l'hypothèse très plausible que différentes configurations de SG permettent d'obtenir des performances équivalentes sur le long terme. Le test d'une telle hypothèse passe par l'étude – notamment historique – du processus de création de valeur dans les différents SG nationaux.

Les travaux s'inscrivant dans le courant de la gouvernance financière ont privilégié l'action sur l'efficience à travers la résolution des conflits d'intérêts. Ils ont principalement

cherché à identifier les spécificités des systèmes anglo-saxons, germano-nippons et, parfois, latins, en opposant les systèmes accordant une place centrale aux mécanismes de marché – le capitalisme d’investisseurs –, aux systèmes fondés sur les réseaux – le capitalisme relationnel. À l’intérieur de ces travaux, la protection juridique des investisseurs financiers occupe une place particulièrement importante.

Dans le système anglo-saxon, figure typique du capitalisme d’investisseurs, les marchés (marché financier, marché des dirigeants, marché des biens et services,...) sont supposés jouer un rôle disciplinaire central, la qualité présumée du système juridique facilitant cette discipline marchande. Le contrôle s’accomplit principalement sur la base de la performance boursière, via les mécanismes incitatifs que constituent les systèmes de rémunération et l’éviction des dirigeants. En raison de la facilité de sortie liée à l’importance du marché boursier et à sa forte liquidité, les actionnaires exerceraient davantage un contrôle passif ex post au détriment du contrôle actif ex ante. Laissant une forte latitude aux dirigeants, la capacité préventive de ce système serait faible. Par ailleurs, accordant moins d’importance aux réseaux et à la construction de relations de long terme avec les différentes parties prenantes, un tel système serait moins favorable à la création de compétences, constitutives d’avantages compétitifs sur le long terme. En revanche, en raison de sa capacité curative importante, sa flexibilité et son adaptabilité seraient supérieures à celles des autres types de systèmes.

Les systèmes relationnels, plus consensuels, car accordant davantage d’importance aux relations avec l’ensemble des parties prenantes, seraient principalement régulés par les mécanismes internes et les réseaux (réseaux d’administrateurs, relations interentreprises). Semblant offrir une meilleure capacité préventive - ce qui semble confirmé par la récente crise financière - et favoriser la coopération et l’investissement à long terme, ces SG seraient plus performants dans les secteurs économiques traditionnels. Inversement, leur rigidité

impliquerait une moins bonne capacité curative et une moins grande adaptabilité. Par ailleurs, si les relations à long terme et les réseaux favorisent la création et la détection de compétences, ils constitueraient également des facteurs de rigidité cognitive et accroîtraient les risques de stratégies d'appropriation de rentes aux dépens des membres situés hors réseaux.

Chaque système présenterait ainsi des avantages et des inconvénients, plus ou moins sensibles selon les conjonctures économiques et la nature des activités, ce qui justifierait la coexistence de plusieurs types de systèmes produisant des performances équivalentes à long terme. La flexibilité du système anglo-saxon conférerait un avantage sensible dans les périodes de rénovation importante ; inversement, les systèmes relationnels seraient plus performants dans les périodes de stabilité. Ces conclusions restent cependant grossières et caricaturales faute de disposer d'études approfondies de l'incidence à long terme des différents SG nationaux sur les processus de création de valeur. Par exemple, le lien présumé entre le développement de la nouvelle économie et le SG anglo-saxon peut être contesté. Il semble que le système anglo-saxon, sous sa représentation traditionnelle, ne constitue ni une condition nécessaire, ni une condition suffisante à ce développement. Un certain nombre d'analyses (Rajan et Zingales, 2000 ; Aoki, 2001) montrent que l'émergence des nouvelles formes d'entreprise et du modèle de développement de la nouvelle économie s'inscrit dans un SG très différent du schéma traditionnel anglo-saxon associé à la gouvernance de la firme managériale.

2.2.2. Gouvernance et objectif de gestion

Même si la supériorité du modèle anglo-saxon était fermement établie peut-on, pour autant, en conclure qu'il faille imposer un SG dirigé par l'objectif de maximisation de la valeur actionnariale, au travers de mesures de performance de nature boursière ou fondées sur

l'Economic Value Added, l'EVA ? La justification normative traditionnelle de la valeur actionnariale repose sur des hypothèses peu réalistes. Une vision globale de l'efficience, conforme à la théorie actuelle des droits de propriété, devrait prendre en compte l'ensemble des parties prenantes, et conduit à retenir un objectif de nature partenariale, qui pose, cependant, de nombreux problèmes de mise en œuvre. L'objectif de valeur actionnariale serait donc, du seul point de vue de la théorie normative de l'efficience, peu fondé.

Une autre façon de justifier l'objectif de valeur actionnariale est de prétendre, à l'instar de Jensen (2001), qu'il émerge de façon endogène des pratiques organisationnelles, à la suite d'un processus de sélection naturelle d'essais et d'erreurs, parce qu'il est le plus apte à assurer la maximisation du bien-être social en évitant les problèmes que poserait l'existence d'objectifs multiples. L'unicité de cet objectif n'exclurait pas que les dirigeants prennent en considération les intérêts de l'ensemble des parties prenantes. Dans sa formulation d'une théorie « éclairée » de la maximisation de la valeur et des parties prenantes, Jensen insiste sur trois points. Premièrement, si le critère de recherche de valeur financière permet une mesure de la performance des dirigeants, il n'informe pas sur la façon de concevoir une stratégie créatrice de valeur. Deuxièmement, la maximisation de la valeur financière sur le long terme ne saurait se faire sans entretenir de bonnes relations avec l'ensemble des parties prenantes. Troisièmement, la focalisation sur les critères financiers à court terme et l'inefficience informationnelle (au sens fort) des marchés financiers peuvent conduire à détruire de la valeur. La création de valeur ne lui semble pas subordonnée à l'existence d'une mesure facilement observable et ne doit pas être, stricto sensu, confondue avec le critère de maximisation de la valeur, auquel il préfère substituer l'objectif de « recherche » de valeur. Ce qui importe, c'est que les dirigeants disposent d'un objectif unique, les orientant sans ambiguïté dans leur recherche de valeur.

Cette formulation éclairée de l'objectif de valeur actionnariale apparaît sensiblement différente de la version traditionnelle issue directement de la théorie économique néoclassique. Elle repose sur des arguments cognitifs et évolutionnistes. Le critère de valeur partenariale proposé par Charreaux et Desbrières (op. cit.) participe de la même démarche et peut prétendre également constituer un objectif unique de gestion pour les dirigeants. Pas plus que le critère de valeur financière sur le long terme, qui n'est pas non plus directement mesurable (au moins ex ante), la difficulté de sa quantification ne le disqualifie.

Remarquons, pour conclure sur les aspects normatifs de la gouvernance, que la question de l'objectif à imposer comme norme de gestion aux dirigeants ne s'identifie pas nécessairement à la mesure externe de l'efficacité qui peut être fournie, par exemple, par le marché financier. Les cours boursiers reflètent les informations des acteurs du marché et les modèles cognitifs qu'ils utilisent pour traduire cette information dans les cours. Tant l'information dont ils disposent, que les modèles, plus ou moins conscients, qu'ils utilisent, sont nécessairement imparfaits et le lien qui unit la valeur boursière aux mesures recommandées reste mal compris comme l'a très bien illustré l'exemple des sociétés de la nouvelle économie. La seule conclusion qui semble émerger est qu'il faut être prudent avant de vouloir imposer aux dirigeants, à travers des règles de bonne gouvernance, un objectif de gestion tel que la valeur actionnariale, si, comme le prétend Jensen, les objectifs sont le produit de la sélection. Les effets pervers provoqués par les systèmes de rémunération mis en place pour inciter les dirigeants à poursuivre cet objectif sont considérés par de nombreux observateurs comme un des principaux déterminants des crises récentes.

3. Une synthèse des différentes grilles de lecture

De façon schématique, le tableau 1 synthétise les principales caractéristiques des différentes grilles de lecture de la gouvernance.

Tableau 1 : Synthèse des différentes grilles théoriques de la gouvernance

Théories de la gouvernance	Contractuelles		Cognitives	Comportementale	Synthétiques
	Actionnariale	Partenariale			
Théories de la firme supports	Théories contractuelles Principalement théories positive et normative de l'agence Vision étroite de l'efficacité et de la propriété	Théories contractuelles (positives ou normatives) Vision généralisée de l'efficacité et de la propriété	Théorie évolutionniste Théorie de l'apprentissage organisationnel Théorie des ressources et des compétences	Pas de théorie spécifique de la firme. Les différents mécanismes de création de valeur doivent intégrer l'effet des biais comportementaux	Tentatives de synthèse entre théories contractuelles et théories cognitives et prise en compte des dimensions comportementales
Aspect privilégié dans la création de valeur	Discipline et répartition Réduire les pertes d'efficacité liées aux conflits d'intérêts entre dirigeants et investisseurs financiers	Discipline et répartition Réduire les pertes d'efficacité liées aux conflits d'intérêts entre les différentes parties prenantes, notamment avec les salariés	Aspect productif Créer et percevoir de nouvelles opportunités	Corriger les pertes d'efficacité liées aux biais comportementaux	Synthèse des dimensions disciplinaires, productives et comportementales
Définition du SG	Ensemble des mécanismes permettant de sécuriser l'investissement financier	Ensemble des mécanismes permettant de pérenniser le nœud de contrats ou d'optimiser la latitude managériale	Ensemble des mécanismes permettant d'avoir le meilleur potentiel de création de valeur par l'apprentissage et l'innovation	Ensemble des mécanismes permettant de débiaiser les décisions managériales ou de corriger les conséquences des biais	Ensemble des mécanismes permettant de pérenniser le nœud de contrats ou d'optimiser la latitude managériale (dimensions répartition et production)
Mécanismes de gouvernance	Vision étroite axée sur la discipline permettant de sécuriser l'investissement financier	Vision large axée sur la discipline permettant de pérenniser le nœud de contrats Définition de la latitude managériale optimale	Vision axée sur l'influence des mécanismes en matière d'innovation, d'apprentissage...	Vision axée sur l'incidence des biais sur la création de valeur	Vision synthétique des mécanismes prenant en compte les deux dimensions, production et répartition ainsi que l'incidence des biais de comportement
Objectif de gestion	Maximisation de la valeur actionnariale (critère exogène ou endogène)	Maximisation de la valeur partenariale (critère exogène ou endogène)	Recherche de valeur pour l'entreprise	Pas d'objectif spécifique. S'adapte aux objectifs des autres courants	Recherche de valeur partenariale

Conclusion

Les théories de la gouvernance ont connu une évolution substantielle les conduisant d'une modélisation de la formation de la valeur, fondée principalement sur le modèle financier, vers des modélisations plus complexes et, a priori, plus réalistes, faisant intervenir l'ensemble des parties prenantes et accordant au moins autant d'importance à la dimension production qu'à la dimension répartition. Cette évolution guidée par celle des théories de la firme conduit à placer de plus en plus au centre des préoccupations de la gouvernance, le capital humain et la gestion des ressources humaines, dans la mesure où les compétences distinctives semblent reposer fortement sur l'apprentissage organisationnel. De même, le souci d'intégrer, dans la gouvernance, les dimensions comportementales peut également être considéré comme un élément d'intersection entre le champ de la gouvernance et celui de la gestion des ressources humaines.

Cette évolution a des implications importantes tant sur les plans explicatif que normatif pour la recherche sur la gouvernance. Sur le plan explicatif, les développements récents contribuent à une meilleure compréhension du fonctionnement et de l'évolution des différents SG nationaux, surtout en dehors de la sphère anglo-saxonne. Sur le plan normatif, les résultats obtenus conduisent à considérer prudemment les propositions visant à réformer brutalement les SG existants, issus d'une longue évolution institutionnelle. Comme en témoignent les difficultés rencontrées lors des réformes entreprises dans certains pays de l'ancien bloc de l'Est, l'implantation brutale de mécanismes de gouvernance étrangers peut être source d'incohérences et de ruptures au sein de systèmes économiques et sociaux. De même, les succès rencontrés par certaines économies émergentes, sur la base de SG ayant des configurations très différentes du modèle anglo-saxon, ne peuvent que soulever des interrogations.

Une des principales questions actuelles, en matière de gouvernance, porte sur l'évolution probable des SG nationaux, notamment sous l'influence de la globalisation et de l'internationalisation des marchés financiers. Se dirige-t-on vers un modèle unique de gouvernance, inspiré du modèle anglo-saxon ? Bien qu'aucune réponse tranchée - en particulier, en faveur de l'hypothèse de convergence vers le modèle anglo-saxon - ne puisse actuellement être apportée (Yoshikawa et Rasheed, 2009), deux niveaux d'analyse semblent devoir être distingués, celui des systèmes nationaux et celui des firmes.

Au niveau des SG nationaux, tant les rigidités culturelles et politiques que le caractère contingent de l'efficacité du SG en fonction du stade de développement mènent à conclure que l'hypothèse de convergence forte, au sens formel, est peu plausible et, ce, d'autant plus qu'on considère les dimensions non disciplinaires. Le fait que les différents systèmes, à l'instar de qui s'est passé pour le système américain lorsqu'il a dû réformer ses modes de production, semblent avoir une capacité d'adaptation fonctionnelle (Gilson, 2004) qui leur permet de conserver une structure formelle différente, représente un argument fort en faveur de cette conclusion. En revanche, il est vraisemblable, au niveau des SG des firmes multinationales, qu'on assiste à une diffusion du modèle anglo-saxon, en raison de l'avantage conféré par les marchés financiers tant pour lever des fonds à un coût avantageux que pour l'avantage compétitif lié à la possibilité de procéder à des acquisitions en payant avec ses propres titres. Cette diffusion serait en outre facilitée par l'isomorphisme institutionnel qui semble expliquer la proximité des contenus des différents codes nationaux de bonne gouvernance (Zattoni et Cuomo, 2008), alors que leur lien avec la performance est loin d'avoir été solidement établi (Brickley et Zimmerman, 2010). Cette présomption de convergence, cependant, reste également fortement contingente à l'intégration ou non des dimensions cognitives et comportementales.

Bibliographie

AOKI M. (2001), *Toward a Comparative Institutional Analysis*, MIT Press.

BEBCHUK L.A. ET GRINSTEIN Y. (2005), « The Growth of Executive Pay », *Oxford Review of Economic Policy*, vol. 21, p. 283-303.

BERLE A.A. ET MEANS G.C. (1932), *The Modern Corporation and Private Property*, New York, MacMillan.

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

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

BRICKLEY J.A. ET ZIMMERMAN J.L. (2010), « Corporate Governance Myths : Comments on Armstrong, Guay, and Weber », *Journal of Accounting and Economics*, vol. 50, n° 2-3, p. 235-245.

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

CHARREAUX G. (2005), « Pour une gouvernance d'entreprise 'comportementale' : une réflexion exploratoire... », *Revue Française de Gestion*, vol. 31, n° 157, p. 215-238.

CHARREAUX G. (2010), « Droit et gouvernance : l'apport du courant comportemental », in Magnier V., *La gouvernance des sociétés cotées face à la crise*, Paris, L.G.D.J., p. 223-248.

CHARREAUX G. (2006), « Les théories de la gouvernance : de la gouvernance des entreprises à la gouvernance des systèmes nationaux », in Charreaux G. et Wirtz P., *Gouvernance des entreprises Nouvelles perspectives*, Paris, Economica.

- CHARREAUX G. ET DESBRIÈRES Ph. (1998), « Gouvernance des entreprises : valeur partenariale contre valeur actionnariale », *Finance Contrôle Stratégie*, vol. 1, n° 2, p. 57-88.
- FAMA E.F. (1980), « Agency Problems and the Theory of the Firm », *Journal of Political Economy*, vol. 88, n° 2, p. 288-307.
- GILSON R.J. (2004), « Globalizing Corporate Performance : Convergence in Form or Function », in Gordon J.N. et Roe M.J. (eds.), *Convergence and Persistence in Corporate Governance*, Cambridge, Cambridge University Press, p. 128-158.
- HALL P.A. ET SOSKICE D. (eds.) (2001), *Varieties of Capitalism : The Institutional Foundations of Comparative Advantage*, USA, Oxford University Press.
- JENSEN M.C. (2001), « Value Maximization, Stakeholder Theory, and the Corporate Objective Function », *European Financial Management*, vol. 7, n° 2, p. 297-317.
- JENSEN M.C. ET MECKLING W.H. (1976), « Theory of the Firm : Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure », *Journal of Financial Economics*, vol. 3, n° 4, p. 305-360.
- JOLLS C., SUNSTEIN C.R. ET THALER R. (1998), « A Behavioral Approach to Law and Economics », *Stanford Law Review*, vol. 50, p. 1471-1550.
- LA PORTA R., LOPEZ-DE-SILANES F., SHLEIFER A. ET VISHNY R.W. (1998), « Law and Finance », *Journal of Political Economy*, vol. 106, n° 6, p. 1113-1155.
- LA PORTA R., LOPEZ-DE-SILANES F., SHLEIFER A. ET VISHNY R.W. (2000), « Investor Protection and Corporate Governance », *Journal of Financial Economics*, vol. 58, n° 1-2, p. 3-27.
- LAZONICK W. ET O'SULLIVAN M. (1998), « Corporate Governance and the Innovative Economy : Policy Implications », *STEP Report* ISSN 0804-8185, Oslo.
- LAZONICK W. ET O'SULLIVAN M. (2000), « Perspectives on Corporate Governance, Innovation, and Economic Performance », Working Paper, Insead, June.

MARNET O. (2008), *Behaviour and Rationality in Corporate Governance*, Routledge :
Routledge Studies in Corporate Governance.

PRAHALAD C.K. (1994), « Corporate Governance or Corporate Value Added ? : Rethinking
the Primacy of Shareholder Value », *Journal of Applied Corporate Finance*, vol. 6, n° 4,
p. 40-50.

RAJAN R. ET ZINGALES L. (2000), « The Governance of the New Enterprise », in Vives X.
(ed.), *Corporate Governance : Theoretical and Empirical Perspectives*, Cambridge :
Cambridge University Press, p. 201-27.

ROE M.J. (2003), *Political Determinants of Corporate Governance*, Oxford University Press.

ROE M.J. (2006), « Legal Origins and Modern Stock Markets », *Harvard Law Review*, vol.
120, n° 2, p. 1-56.

SHLEIFER A. ET VISHNY R.W. (1997), « A Survey of Corporate Governance », *Journal of
Finance*, vol. 52, p. 737-783.

YOSHIKAWA T. ET RASHEED A.A. (2009), « Convergence of Corporate Governance : Critical
Review and Future Directions », *Corporate Governance : An International Review*, vol. 17,
n° 3, p. 388-404.

ZATTONI A. ET CUOMO F. (2008), « Why Adopt Codes of Good Governance ? A Comparison
of Institutional and Efficiency Perspectives », *Corporate Governance : An International
Review*, vol. 16, n° 1, p. 1-15.

ZINGALES L. (1998), « Corporate Governance », in Newman P. (ed.), *The New Palgrave,
Dictionary of Economics and the Law*, London, Stockton Press.