

GOVERNANCE D'ENTREPRISE : ÉLARGIR LA PROBLÉMATIQUE

OLIVIER BOUBA-OLGA

CRIEF-TEIR, EA 2249, Université de Poitiers

obouba@univ-poitiers.fr

Janvier 2005, une version modifiée est à paraître dans la Revue Économique et Sociale

La gouvernance d'entreprise fait l'objet de débats importants en économie et en gestion depuis l'ouvrage fondateur de Berle et Means (1932), dans lequel ils insistent sur les conséquences de la mutation du capitalisme industriel, qui se traduit par la séparation croissante entre la propriété des entreprises, aux mains des actionnaires, et leur gestion quotidienne, assurée par les managers.

Ces débats ont refait surface depuis le début des années 1990, avec les scandales financiers et/ou les faillites d'entreprises comme Enron, Parmalat, WorldCom, Vivendi, ... Ils ont donné lieu à la publication de nombreux rapports : *Principles of Corporate Governance* aux Etats-Unis en 1992, rapports Cadbury et Greenbury en 1992, 1995 et 1998 au Royaume-Uni, rapports Vienot en 1995 et 1999, Bouton en 2002 en France, ... qui se sont traduits par de nouvelles lois et réglementations, par exemple la loi Sarbanes-Oxley votée en juillet 2002 aux Etats-Unis, ou la loi de sécurité financière promulguée en France le 1^{er} août 2003.

On constate cependant que les débats, rapports et lois relatifs à la gouvernance d'entreprise sont dominés par le modèle *shareholder*, dans lequel on considère que tous les problèmes sont concentrés dans la relation actionnaire – manager. Ce modèle *shareholder* s'appuie pour l'essentiel sur la théorie de l'agence, qui trouve là un terrain d'application évident.

Après en avoir rappelé les principales lignes, l'objectif de cet article est de montrer les limites du modèle *shareholder*. Des limites qualifiées d'internes, d'abord, pour signifier que même si l'on se cantonne à la relation actionnaire - manager, d'autres mécanismes à l'œuvre peuvent annuler les effets des dispositions mises en place, voire amplifier les problèmes que l'on voulait résoudre... Des limites qualifiées d'externes, ensuite, qui conduisent à élargir le cadre de la problématique en intégrant, au-delà du rapport financier entre actionnaire et manager, le rapport salarial et le rapport marchand. Il conviendrait donc de glisser progressivement d'une analyse *shareholder* à une analyse *stakeholder*.

La vision ShareHolder de la gouvernance d'entreprise

Lorsqu'on observe le poids économique des différentes formes juridiques d'entreprises, on constate rapidement que les sociétés de capitaux représentent une part non négligeable du nombre d'entreprises, et surtout qu'elles concentrent l'essentiel des emplois occupés et des richesses créées. L'avantage de cette forme juridique d'entreprise est évident : elle permet d'une part d'augmenter rapidement le capital social de l'entreprise, divisé en actions, à mesure que les besoins s'en font sentir ; elle permet, d'autre part, de limiter le risque pris par les actionnaires à leur apport dans la société.

Cette forme juridique d'entreprise, qui fournit au capitalisme la possibilité d'accumuler « sans limite » les moyens de production, implique toutefois la mise en place d'une organisation particulière, dans laquelle sont dissociées la propriété, qui relève des actionnaires, et la gestion des activités courantes de l'entreprise, qui relève des dirigeants.

Et cette dissociation n'est pas sans poser problème... On peut en effet redouter que les managers, disposant d'un surcroît d'information par rapport aux actionnaires, n'en profitent pour poursuivre leurs propres objectifs, au détriment des objectifs des propriétaires de l'entreprise.

Dans ce cadre, l'analyse de la gouvernance d'entreprise aurait pour unique objectif d'identifier et de proposer des voies d'améliorations « des moyens par lesquels ceux qui financent les entreprises s'assurent eux-mêmes de l'obtention d'un revenu de leur investissement » (Schleifer et Vishny, 1997, p. 737).

Un cadre d'analyse : la théorie de l'agence

Pour avancer dans la résolution des problèmes de gouvernance, les économistes s'appuient de manière privilégiée sur la théorie de l'agence. Celle-ci étudie toute relation d'agence définie comme « un contrat par lequel une ou plusieurs personnes, appelées le principal, engage une autre personne, appelée l'agent, pour exécuter en son nom une tâche quelconque qui implique une délégation d'un certain pouvoir de décision à l'agent » (Jensen et Meckling, 1976).

C'est le cas lorsqu'un employeur (le principal) embauche un salarié (l'agent), quand un malade (le principal) confie à son médecin (l'agent) la mission de le soigner ou lorsqu'un individu (le principal) fait appel à un avocat (l'agent) pour le défendre,... C'est bien sûr aussi le cas, pour ce qui nous concerne ici, lorsque les actionnaires (le principal) confient aux managers (l'agent) la gestion courante de l'activité de l'entreprise.

Les relations d'agence débouchent sur des problèmes d'agence lorsque l'information est imparfaite — on ne dispose pas de l'ensemble de l'information pertinente — et asymétrique — l'un en sait plus que l'autre, la voie à des comportements opportunistes¹ étant dès lors ouverte.

On peut dissocier analytiquement les problèmes d'opportunisme *ex-ante*, c'est-à-dire avant passation du contrat : comment par exemple être sûr de recruter le « bon » salarié ?, et l'opportunisme *ex-post*, après passation du contrat : comment s'assurer que le salarié, une fois recruté, remplisse les termes du contrat ? Le premier cas renvoie à des problèmes qualifiés de sélection adverse, le deuxième cas a des problèmes d'aléa moral.

Pour pallier ces problèmes éventuels d'opportunisme, la théorie de l'agence préconise de manier « la carotte et le bâton » : la carotte, d'abord, à travers la mise en place par le principal de systèmes d'incitation ; le bâton, ensuite, par l'intermédiaire de systèmes de contrôle. L'agent lui-même peut prévenir les problèmes, en essayant de signaler au principal sa bonne foi. L'ensemble de ces dispositifs font supporter à l'entreprise des coûts d'agence, inévitables dès lors que l'information est imparfaite.

Les applications à la gouvernance d'entreprise

Les relations actionnaires – managers sont aisément interprétables en terme de théorie de l'agence : i) l'actionnaire engage le manager pour gérer au quotidien l'entreprise, ii) le manager dispose d'informations (sur la vie de l'entreprise, sur les choix opérés, sur son niveau d'effort, ...) qui échappent à l'actionnaire, iii) les objectifs des deux parties divergent : l'actionnaire a un objectif de profit alors que le manager, si l'on s'en remet aux enquêtes effectués dès les années soixantes aux Etats-Unis (Williamson, 1963), a avant tout un objectif

¹ L'opportunisme peut être défini comme un comportement qui consiste à faire évoluer à son avantage les termes d'un contrat.

de haut revenu². D'où les problèmes d'aléa moral qui sont au cœur des scandales financiers récents.

Une première solution, proposée dans certains rapports et mise en œuvre dans un nombre croissant d'entreprises et de pays, consiste à éliminer la divergence entre les objectifs des différentes parties prenantes : puisque les managers souhaitent des hauts revenus, il suffit, en apparence, de lier leur rémunération au profit de l'entreprise pour faire converger les objectifs et faire disparaître, dès lors, tous les problèmes ! Exemple emblématique : les stock-options. Elles permettent aux dirigeants d'acquérir des actions de l'entreprise dans des conditions avantageuses et à un horizon de temps donné : si le manager gère bien l'entreprise, le cours des actions va monter, il pourra les revendre au terme prévu en réalisant une plus value confortable, atteignant ainsi son objectif de haut revenu.

Ce système comporte cependant de nombreuses failles : i) les performances boursières ne dépendent pas que des comportements des dirigeants, elles sont aussi fonction de variables exogènes à l'entreprise, comme par exemple les taux d'intérêt à court ou long terme, ii) Le système des stock-options, surtout, s'apparente à un jeu asymétrique dans lequel « pile je gagne, face je ne perd rien », jeu qui incite à l'évidence à prendre des risques inconsidérés, iii) dans certains cas, enfin, le prix initial de l'option est très en deçà du cours de l'action : imaginons que l'action vaille 100, on octroie des actions de valeur 80, si au terme prévu l'action vaut 90, le dirigeant gagne 10 par action, en dépit de la chute du cours...

Un deuxième ensemble de solutions consiste à agir sur le conseil d'administration des entreprises et sur les comités qui lui sont associés, notamment les comités d'audit et de rémunération. Ce conseil, dans lequel siègent des administrateurs mandatés par les actionnaires, prend en effet les principales décisions concernant les investissements importants, les fusions - acquisitions, l'arrêté des comptes, la distribution des dividendes, les nominations importantes ou encore la structure des rémunérations. Or il s'est avéré, dans tout un ensemble de cas, que l'indépendance des administrateurs vis-à-vis des dirigeants était toute relative... Exemples parmi d'autres : « Chez Schneider Electric [le comité de rémunération] est composé du PDG et de quatre membres de son conseil d'administration, ce qui limite son indépendance. Les administrateurs croisés posent aussi problème. Le PDG de Saint-Gobain appartient ainsi au comité de rémunération de BNP Paribas, dont le président siège, lui, au conseil d'administration de Saint-Gobain... »³. Les rapports proposent donc d'accroître la compétence, la motivation et surtout l'indépendance des administrateurs et des membres des différents comités.

Un troisième ensemble de préconisations, enfin, vise à agir sur l'ensemble des acteurs qui interviennent autour de l'entreprise. Dans l'affaire Enron, par exemple, on a vu que le cabinet d'audit Arthur Andersen a validé des comptes qui se sont révélés truqués. On peut bien sûr considérer qu'il s'agit là d'un problème d'incompétence, mais le fait qu'Enron était en même temps client d'Andersen sur son activité conseil plaide plutôt pour un problème de conflits d'intérêt. D'où l'obligation, depuis, de séparer strictement les activités d'audit et de conseil. Dans le même sens, de nombreuses dispositions sont prises pour prévenir des manipulations comptables : c'est ainsi que l'instauration d'un organe public de supervision des professions comptables (le PCAOB) est l'un des éléments essentiels de la loi Sarbanes-Oxley par laquelle le Congrès des Etats-Unis a cherché à rétablir la confiance fortement ébranlée des marchés financiers⁴. D'autres insistent encore sur la nécessaire amélioration du travail des agences de

² Plus précisément, la hiérarchie des objectifs des managers serait la suivante : 1) haut revenu, 2) sécurité, 3) domination (statut, prestige, pouvoir), 4) compétence.

³ F. Cazenave, 2004, « Salaire des patrons : la dérive continue », La Vie Financière, mai.

⁴ Plus généralement, un processus de normalisation comptable à l'échelle internationale est à l'œuvre, sous la houlette de l'IASB.

notation, dont les comportements, jusqu'à présent, relèvent plutôt du mimétisme : alors qu'elles ont a priori pour mission de délivrer une information crédible sur les entreprises, permettant d'orienter les décisions des acteurs sur les marchés, on observe que les notes suivent plus qu'elles ne précèdent l'évolution des cours...

Dans tous les cas, on l'aura compris, l'enjeu est d'améliorer la qualité et la circulation de l'information dont l'imperfection est à la base des problèmes d'agence. On notera au passage que les marchés financiers, considérés par certains comme l'archétype du marché de concurrence pure et parfaite, a besoin, pour fonctionner efficacement, de « gardes fous », nous dirons plutôt d'institutions, définies par North (1994) comme « l'ensemble des contraintes d'origine humaine qui structurent les interactions entre les individus », nombreuses et variées...

Les limites internes du modèle ShareHolder

Aussi indispensables soient-elles, les préconisations formulées dans les rapports et reprises en partie dans les nouvelles lois nous semblent insuffisantes pour résoudre les problèmes de gouvernance d'entreprise.

La lutte sans fin pour l'information

L'impression qui domine, d'abord, est celle d'une lutte sans fin pour l'information, véritable matière première des marchés boursiers, où l'agent compose avec les structures d'incitation ou de contrôle existantes pour se comporter de façon opportuniste, ce qui conduit le principal à adopter de nouvelles mesures de contrôle, plus sophistiquées, qui feront sans doute, à leur tour, l'objet de nouveaux contournements, si bien que l'on peut se demander si un système durablement efficace est envisageable. Ce qui fait dire à Jacques Généreux (2002) que l'on peut « certes mieux surveiller et punir les voyous, mais si l'on ne remet pas en cause la fabrique à voyous qu'est une société ne valorisant plus rien d'autre que les dollars, les surveillants auront toujours un train de retard par rapport à l'imagination et à l'information des voyous, et ils seront toujours tentés de devenir voyous à leur tour »⁵.

Il faudrait à nos sociétés, plaide-t-il, « un vrai « gouvernement », qui encadre et recentre la compétition économique pour qu'elle redevienne une course à la fourniture de biens et de services socialement utiles ». Bref, il ne s'agit plus de travailler sur les structures de contrôle et d'incitation chers aux théoriciens de l'agence, mais plutôt sur les structures des relations sociales qu'analysent les socio-économistes. Tout en ayant conscience, bien sûr, que la mise en œuvre d'une telle alternative est loin d'être des plus simples...

La question du contrôle

Une autre limite de l'approche *shareholder*, à nos yeux plus importante que la précédente, est l'hypothèse implicite selon laquelle les « gentils » actionnaires seraient sous la coupe des « méchants » managers en vertu du pouvoir de l'information dont disposent à l'évidence ces derniers.

Or, dans les faits, il s'avère que ce pouvoir de l'information peut être plus que compensé par un autre pouvoir, que nous qualifierons de pouvoir de marché : si une proportion importante des actions de l'entreprise est entre les mains d'un ou de quelques actionnaires, l'opportunisme des managers sera sensiblement limité. Ce n'est donc que si l'actionnariat est suffisamment dispersé que les managers seront « tout puissants ». Dans ce dernier cas, on parle de contrôle managérial de l'entreprise, dans le premier cas, il s'agit d'un contrôle actionnarial.

⁵ Alternatives Economiques, n°202, mai 2002, p. 27.

Cet élément est d'ailleurs explicitement intégré dans l'analyse de Berle et Means (1932) : s'ils attirent l'attention sur le pouvoir croissant des managers, c'est parce qu'ils observent dans le même temps qu'aux États-Unis, au tournant du 20^{ème} siècle, une proportion croissante de firmes relèvent d'un contrôle managerial⁶. Or, depuis la fin de la seconde guerre mondiale, on observe un mouvement inverse : Aglietta (1995) indique ainsi qu'en 1945, aux États-Unis, les ménages détiennent 93% des actions, les acteurs institutionnels 4% et les investisseurs étrangers 3%. En 1998, ces proportions sont respectivement de 44%, 48% et 8%. Autrement dit, la concentration de l'actionnariat entre les mains des « zinzins » s'est accrue de manière considérable. Tendanciellement, on observe donc une évolution notable en terme de gouvernance : familiale au 19^{ème} siècle, manageriale sur la première moitié du 20^{ème} siècle, actionnariale depuis lors⁷.

En vertu de ce contre-pouvoir de marché, les actionnaires seraient logiquement les maîtres du jeu. Les managers ne pourraient que se plier à leurs objectifs, sans quoi ils se verraient remercier et remplacer par d'autres dirigeants plus « obéissants ». Certains considèrent par exemple que les actionnaires ont avant tout des objectifs de rentabilité à court terme⁸. Devant respecter ces objectifs, les managers privilégieraient des investissements de court terme, feraient pression à la baisse sur les salaires, afin de dégager rapidement des gains de productivité. Et ce au détriment des investissements de long terme, pourtant essentiels à la croissance...

La rationalité des actionnaires

On peut aller un cran plus loin dans le raisonnement, pour inverser la responsabilité des scandales financiers : ceux-ci ne résulteraient plus d'un problème de moralité des managers, mais de la définition d'objectifs irrationnels par les actionnaires.

Plaçons nous dans la situation d'un acteur souhaitant acheter des actions sur le marché financier. Dans un monde d'information parfaite, il pourra identifier les « bonnes » entreprises et les « mauvaises » entreprises, acheter des actions des premières, vendre les actions des dernières. Autrement dit, ce sont les fondamentaux des entreprises qui guident les décisions d'achat et de vente. Mais dans un monde caractérisé par une incertitude radicale, une telle identification n'est pas possible : tout l'enjeu, dès lors, est d'identifier non pas les bonnes entreprises — c'est impossible — mais les entreprises que les autres acteurs, sur le marché financier, considèrent comme bonnes.

Comment procéder ? Les acteurs sont en fait livrés à un jeu de pure coordination, analysé par Schelling dès les années 1960. Illustrons ce point par un exemple : un groupe de n individus se livre à un jeu dans lequel ils doivent choisir un nombre entier compris entre 0 et 100. Les individus gagnent le jeu s'ils choisissent le même nombre. En jouant au hasard, la probabilité de gagner est très faible⁹. Mais dans les faits, les joueurs gagnent souvent car ils s'en remettent à des « équilibres saillants », en proposant le plus souvent 0, 50 ou 100. Sur les marchés

⁶ 32,5% des entreprises de leur échantillon, qui représentent 44,5% des actifs détenus, sont sous un contrôle managerial.

⁷ Il y aurait beaucoup à dire sur cette périodisation qui fait de l'entreprise familiale un archaïsme : l'OCDE estime que 75% des entreprises des pays industrialisés, représentant près de 50% des salariés, sont familiales. La société de Bourse Oddo-Pinatton, qui a construit un indice destiné à suivre leurs performances, montre qu'elles dégagent une rentabilité des fonds propres (ROE) de 16,47% alors que les entreprises non familiales dégagent une rentabilité de 12,52% par an... Pour des développements, voir notamment Allouche et Amman (2000).

⁸ Dans une interview au Figaro Entreprises, William Crist, PDG de Calpers, premier fonds de pension américain, se défend d'avoir un tel objectif de rentabilité à court terme... tout en accablant ses concurrents : « neuf fonds sur dix jouent les marchés au jour le jour. Pas nous. Nous recherchons le profit à long terme » (Figaro Entreprises, 21 janvier 2002, p. 10).

⁹ Dans un jeu à n joueurs, la probabilité de gagner est de $1/101^{n-1}$...

financiers, la logique est la même : il faut identifier les points saillants, nous dirons, à la suite d'Orléan (1999), les conventions partagées par les individus.

Exemple évident de convention : « une bonne entreprise est une entreprise qui dégage un ROE de 15% » et ce, bien sûr, quelque soit le pays, la période ou le secteur d'activité... Autre exemple : « une bonne entreprise est une entreprise qui se recentre sur son cœur de métier », bref, qui ne se diversifie pas. Convention contre laquelle s'insurge André Levy-Lang (ancien président de Paribas) en dénonçant « la défiance des analystes à l'égard de toute diversification et leur goût pour les *pure players* », en ajoutant « il a fallu une obstination tout germanique aux dirigeants de Siemens pour résister (partiellement) à la pression du marché au moment de la bulle technologique et ne pas céder leurs activités traditionnelles pour se concentrer sur la téléphonie. Ils s'en félicitent depuis »¹⁰.

Si l'on considère ces conventions comme intenable, on peut alors inverser la responsabilité des scandales financiers : la manipulation de l'information par les managers et les actions qui s'ensuivent seraient une réponse, certes inacceptable, mais une réponse quand même, à la pression croissante exercée par les actionnaires. Le problème est donc systémique, on ne peut espérer que la « vertu sauvera le monde » (Lordon, 2003).

Les limites externes du modèle ShareHolder

Pourquoi se cantonner à l'analyse des relations actionnaires – managers ? L'argument généralement avancé (Jacquillat, 2003) consiste à dire que les droits et les devoirs des autres parties prenantes de l'entreprise (salariés, clients, fournisseurs) sont clairement définis par des contrats leur permettant d'interrompre leur « investissement » dans l'entreprise. Les apporteurs de capitaux, en revanche, ne pourraient interrompre leur investissement, d'autant moins que leurs investissements sont spécifiques, autrement dit non redéployables sur d'autres transactions, pour reprendre les termes de la théorie des coûts de transaction (Williamson (1994)). Pour qu'ils acceptent de financer l'investissement, il faut donc leur octroyer les droits de contrôle sur l'entreprise, et les autoriser à s'approprier le surplus généré.

L'intégration du rapport salarial

Cette argumentation est cependant critiquable : les salariés des entreprises accumulent, au fur et à mesure du processus de production, un ensemble de savoirs et de savoir-faire spécifiques qui les spécialisent dans un domaine de compétences. Autrement dit, ils accumulent progressivement du capital, en l'occurrence humain, spécifique. En cas d'interruption de la relation de travail, ils peuvent être confrontés au problème du redéploiement de ces compétences dans de nouveaux contextes productifs. Boyer (2000) affirme ainsi qu'un « ouvrier de Nissan aura beaucoup de mal à aller travailler chez Toyota : cela a beau être le même métier, les routines de Nissan sont totalement différentes de celles de Toyota »¹¹.

Un raisonnement aux implications similaires s'applique également aux personnes peu qualifiées : les ouvrières ayant travaillé à la chaîne pendant vingt-cinq dans un établissement de Moulinex sont pratiquement non réemployables dans une autre entreprise, non pas parce que leur capital humain est trop spécifique, mais en raison du sous-investissement en formation de tels établissements¹².

¹⁰ A. Levy-Lang, « les dégâts de l'approche sectorielle », Figaro entreprises, novembre 2004.

¹¹ R. Boyer, 2000, interview pour *Alternatives Economiques*, hors-série n°43, 1^{er} trimestre.

¹² Ajoutons que leur mobilité géographique est sensiblement réduite par leur investissement en logement d'une part, en capital social, d'autre part ; autrement dit par des investissements dans des actifs cette fois spécifiques.

De la même façon, un sous-traitant doit souvent investir dans du matériel spécifique pour répondre aux commandes de son donneur d'ordre. En cas d'interruption de la relation, là encore, le redéploiement des actifs physiques et/ou humains peut être difficile. Le coût de l'investissement initial est donc en partie irrécupérable¹³. Dans cette perspective, l'entreprise peut être vue comme un système de coopération entre des actifs spécifiques, chacune des parties prenantes co-spécialisant une partie de ses actifs avec l'entreprise. Exclure *a priori* du débat sur la gouvernance les clients, fournisseurs et salariés est donc tout à fait contestable ; il conviendrait plutôt de les intégrer en développant par la même une analyse *stakeholder*.

D'autres éléments plaident pour leur intégration dans la réflexion. S'agissant des salariés, d'abord, il s'avère qu'ils sont directement impactés par l'évolution des relations actionnaires – managers. Reprenons l'un des enchaînements précédents : i) le pouvoir informationnel dont disposent les managers est plus que compensé par le pouvoir de marché des actionnaires, en vertu de la concentration croissante de l'actionnariat ; ii) les comportements mimétiques sur les marchés financiers font émerger des conventions qui s'imposent au managers, iii) pour atteindre les objectifs conventionnels, ceux-ci déploient des comportements « immoraux » et/ou reportent sur les salariés l'essentiel de l'effort à accomplir : pression à la baisse sur les salaires, objectifs sans cesse revus à la hausse en termes de gains de productivité, délocalisation pour disposer de main d'œuvre à meilleur marché, etc. Et le report de l'effort sur les salariés est d'autant plus facile que les managers disposent eux aussi d'un pouvoir de marché, sur le marché du travail cette fois, caractéristique d'économies en sous-emploi...

Prenant acte de cet écheveau de relations, certains plaident pour boucler le triangle en favorisant le développement de l'actionnariat salarié : si les salariés disposent d'actions de l'entreprise, et surtout s'ils sont impliqués dans les organes décisionnels de l'entreprise (conseil d'administration par exemple), on peut espérer qu'ils assigneront des objectifs moins « irrationnels » aux dirigeants. C'est ainsi qu'Aglietta affirme qu'il y a « un argument sérieux pour la représentation collective des intérêts des mandants [actionnaires individuels], dotée d'une capacité d'expertise qui réduise l'asymétrie d'information vis-à-vis des gestionnaires [de fonds]. C'est légitimement aux syndicats de remplir ce vide dans la médiation du rapport financier et du rapport salarial » (Aglietta, 1999). Ce à quoi d'autres répondent que les salariés risquent la schizophrénie : en tant que salarié, ils souhaiteront des salaires élevés et des conditions de travail avantageuses ; en tant qu'actionnaire, ils feront pression à la baisse sur les salaires pour faire grimper le cours des actions.. Quoi qu'il en soit, on comprend leur nécessaire implication dans les réflexions en termes de gouvernance d'entreprise.

L'intégration du rapport marchand

Dans les analyses *shareholder*, comme dans les analyses critiques en termes de capitalisme patrimonial (Aglietta (1999), Lordon (2003)), on considère un peu rapidement que la vie des entreprises est surdéterminée par les évolutions de la sphère financière. Or, dans certains cas, les problèmes de gouvernance peuvent être réglés au sein de la sphère réelle : une entreprise mal gérée sera sanctionnée par un recul de ses ventes qui peuvent, si ce recul s'avère durable, la conduire à la faillite.

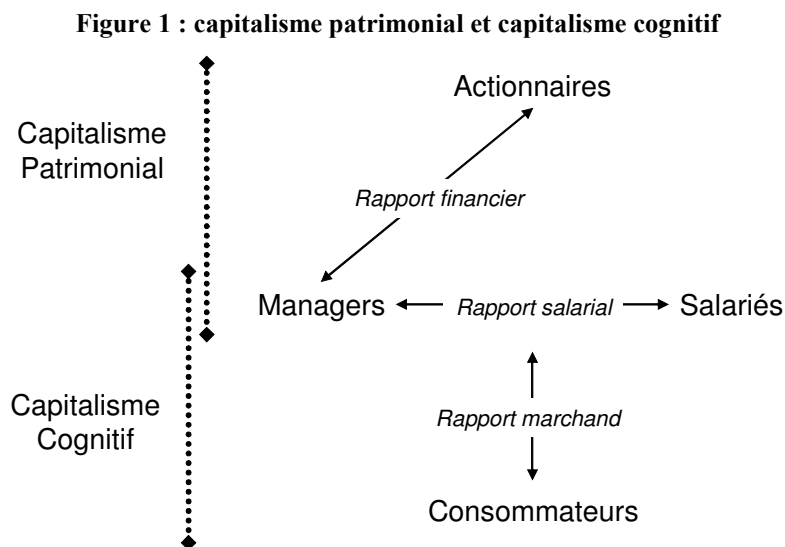
Ce mécanisme de sélection concurrentielle est à l'évidence un mécanisme « naturel » d'incitation pour les entreprises. Il permet d'attirer l'attention sur l'importance, dans les réflexions en termes de gouvernance d'entreprises, de la mesure de l'intensité de la pression

¹³ Il est clair que ce qui importe est le *degré* de spécificité des actifs. Un actif parfaitement spécifique n'est utilisable que dans un contexte productif, un actif parfaitement générique est utilisable dans tous les contextes, la plupart des actifs se situent entre ces deux cas polaires. Le degré de « récupérabilité » des coûts sera inversement proportionnel au degré de spécificité des actifs.

concurrentielle qui s'exerce sur les firmes : si l'intensité concurrentielle est forte, les « mauvaises » entreprises seront sanctionnées sur les marchés des biens et des services ; c'est seulement si l'intensité concurrentielle est faible (monopoles ou oligopoles non contestables) que des mécanismes substitutifs doivent être trouvés. A ce titre, on peut considérer que c'est avant tout l'ouverture des économies et l'accroissement de la concurrence qui a sanctionné les stratégies de diversification conglomerale développées par les managers jusqu'à la fin des années 1970.

On peut aller plus loin dans cette direction, pour opposer aux lectures en termes de capitalisme patrimonial une lecture en termes de capitalisme cognitif. Dans ce dernier cas, on considère que les entreprises sont avant tout confrontées à de nouvelles contraintes au sein de la sphère réelle : i) évolution de la consommation (passage d'une consommation de masse à une consommation versatile et différenciée), ii) impératif d'innovation, iii) accroissement de la concurrence (baisse des coûts de transport, ouverture aux échanges). Avec une implication commune majeure de ces tendances lourdes : l'accroissement de l'incertitude qui pèse sur les entreprises, à laquelle elles doivent répondre par des stratégies de flexibilité ou d'innovation (Moati, 1998).

Et bien sûr cela change tout, notamment pour les salariés : les analyses en termes de capitalisme patrimonial, qui relient rapport financier et rapport salarial, considèrent, on l'a dit, que la pression qui s'exerce sur les salariés résulte de la définition d'objectifs « irrationnels » par les actionnaires. Les analyses en termes de capitalisme cognitif, qui se focalisent sur l'articulation rapport marchand – rapport salarial (Cf. figure 1), considèrent que cette pression résulte plutôt des impératifs de flexibilité et d'innovation. Le capitalisme ne serait donc pas nécessairement patrimonial, il pourrait être cognitif ; à la dictature des marchés financiers répondrait une dictature technologique...



Comment trancher entre ces deux interprétations ? Pour certains, la logique patrimoniale est plus pertinente car le financement des activités est logiquement premier (Hoang-Ngoc, Tinel (2003)). A quoi on peut objecter que même des entreprises fonctionnant à l'abri des contraintes financières du modèle patrimonial (les entreprises familiales par exemple) s'inscrivent dans une logique cognitive, ce qui montre sa relative autonomie. L'enjeu, sans doute, est plutôt de tenter de réconcilier ces deux approches en les articulant de manière pertinente, pour aboutir à une analyse élargie des problèmes de gouvernance d'entreprise.

Conclusion

Pour reprendre les mots du sociologue (Callon (1999)), chaque acteur est inscrit dans un réseau complexe de relations sociales, techniques, économiques et financières, mais n'a qu'une représentation partielle et subjective de ce réseau, représentation qui définit le *cadre* qu'il juge pertinent et suffisant pour caractériser la situation et définir son comportement. Les autres relations sont considérées comme des *débordements*. Et, bien sûr, les besoins d'information qu'il juge nécessaires et pertinents dépendent du *cadrage* qu'il opère.

S'agissant de la gouvernance d'entreprise, le discours dominant considère que le *cadre* pertinent est constitué exclusivement des relations actionnaires - managers, les autres relations (*débordements*) sont exclues du débat. D'autres considèrent que les salariés ont leur place dans la gouvernance d'entreprise, le *cadre* est élargi, trois collectifs d'acteurs étant impliqués (actionnaires, dirigeants, salariés). D'autres vont plus loin encore, en intégrant les clients – fournisseurs, voire l'ensemble des autres individus affectés par les comportements des entreprises à travers les externalités négatives : la gouvernance se devrait d'être durable.

Débattre sur le *cadrage* pertinent est donc un préalable nécessaire à la définition de formes nouvelles de la gouvernance d'entreprise et des besoins d'information afférents, et dans cette perspective, on l'aura compris, le *cadrage* opéré par les approches *shareholder* nous semble beaucoup trop restrictif.

Bibliographie

- Aglietta M., 1995, **Macroéconomie financière**, *La découverte, Repères*.
- Aglietta M., 1999, « Les transformations du capitalisme contemporain », in **Capitalisme et socialisme en perspective**, B. Chavance et al., *La Découverte*, p. 275-292.
- Allouche J., Amann B., 2000, « L'entreprise familiale, un état de l'art », **Finance, Contrôle, Stratégie**, vol. 3, n° 1, pp. 33-79.
- Berle A., Means G., 1932, **The Modern Corporation and Private Property**, MacMillan.
- Bouba-Olga O., 2003, **L'économie de l'entreprise**, *Seuil, Points-économie*.
- Callon M., 1999, « La sociologie peut-elle enrichir l'analyse économique des externalités ? Essai sur la notion de cadrage-débordement », in Foray et Mairesse, **Innovation et Performance**, *EHESS*, pp 399-431.
- Hoang-Ngoc L., Tinel B., 2003, La régulation du « nouveau capitalisme » : analyses positives et recommandations normatives comparées, **Forum de la Régulation**, 9 et 10 octobre.
- Jacquillat B., 2003, « Le gouvernement d'entreprise n'est pas du seul ressort du conseil d'administration », **Cahier n°3**, *Le cercle des économistes*, mai.
- Jensen M., Meckling W., 1976, « Theory of the Firm : Managerial Behavior, Agency Cost, and Ownership Structure », **Journal of Financial Economics**, vol. 3 (4).
- Lordon F., 2003, **Et la vertu sauvera le monde ... (après la débâcle financière, le salut par l'« éthique »**, *Raisons d'agir*.
- Moati P., 1998, « Les nouvelles logiques productives, le travail et l'emploi », **Economie et Société**, série Débats, D, n°5-6/1998, p. 281-299.
- North D., 1994, « Economic Performance through Time », **American Economic Review**, vol. 84 (3), p. 359-368.
- Orléan A., 1999, **Le pouvoir de la finance**, *Odile Jacob*.

Schleifer, A., and Vishny, R.W., 1997, « A survey of corporate governance », **Journal of Finance**, 52(2), 737-783.

Williamson O., 1963, « Managerial Discretion and Business Behavior », **American Economic Review**, p. 1032-1057.

Williamson O., 1994 (1985), **Les institutions de l'économie**, Dunod Interéditions.