

Introduction

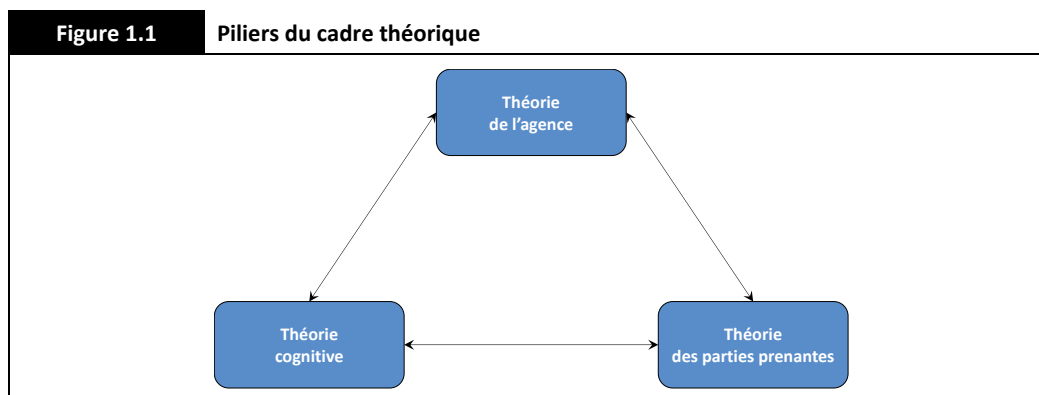
La gouvernance peut être définie comme la gestion des pouvoirs et des conflits d'intérêts dans l'entreprise. Dans ces conditions, l'ensemble des décisions de gestion et des mécanismes de contrôle sont concernés par la gouvernance et, par conséquent, l'évaluateur doit intégrer cette dimension dans son analyse.

Comprendre la gouvernance d'entreprise sans comprendre les bénéfices privés est tout simplement impossible. Il s'agit en effet de la matérialisation des conflits d'intérêts, c'est-à-dire la traduction en avantages de l'exercice du contrôle. De nombreux travaux théoriques ou études professionnelles envisagent la gouvernance comme un objectif de toute organisation sans comprendre sa raison d'être.

L'élément essentiel en matière de gouvernance est la réponse à la question du « pourquoi? »; le « qui? » et le « comment? » ne sont que secondaires.

Cadre théorique

Le cadre théorique de la gouvernance d'entreprise est composé de trois branches principales² :



Théorie de l'agence

« Our objective is to develop a theory of organizations that provides a clear understanding of how organizational rules of the game affect a manager's ability to resolve problems, increase productivity, and achieve his or her objective. »

Michael C. Jensen (1998)

Développée par Jensen et Meckling (1976) et Jensen (1983), la théorie de l'agence se fonde sur les divergences d'intérêts entre individus ou organisations. Les auteurs définissent la relation d'agence comme un contrat dans lequel une partie, le principal³, donne à une autre partie, l'agent, l'autorité de prendre des

² D'autres théories issues de la sociologie ou de la psychologie existent, mais nous avons fait le choix de nous concentrer uniquement sur la théorie de l'agence, la théorie des parties prenantes et la théorie cognitive.

³ « *Principal* » et « *agent* » sont les termes anglais qui ont été repris par la littérature universitaire francophone tels quels. Il s'agit de la francisation d'un terme qui n'a pas du tout cette définition dans la langue française. Le terme correct, utilisé dans le milieu juridique, est celui de mandataire, car il s'agit de l'acteur qui mandate un autre, le mandant, pour réaliser une tâche à sa place. Toutefois, nous conserverons les termes de *principal* et *d'agent* dans cet ouvrage pour ne pas confondre le lecteur lorsque celui-ci ouvrira d'autres ouvrages ou articles.

décisions à sa place pour réaliser une tâche. Dans le cadre de la gestion classique d'une entreprise, l'actionnaire est le principal et le dirigeant, l'agent, car c'est l'actionnaire qui mandate le dirigeant pour diriger l'entreprise à laquelle il a apporté des capitaux.

Le risque principal associé à la relation d'agence est lié à la séparation entre la prise de décision du dirigeant et les attentes des actionnaires. Or, ce sont ces derniers qui ont pris le risque financier. Les conflits d'intérêts entre les dirigeants et les actionnaires sont la base des difficultés auxquelles font face les investisseurs, ces derniers pouvant être expropriés par les dirigeants ou voir les capitaux investis dans des projets non pertinents (Shleifer et Vishny 1997).

La théorie de l'agence a pour objectif d'expliquer les formes organisationnelles permettant de réduire les coûts induits par ces conflits. Elle a ainsi pour vocation d'amener les agents économiques à coopérer de manière efficace.

Afin de mieux comprendre les conflits d'agence et les coûts qui y sont associés, il est essentiel de comprendre pourquoi il est inévitable que les attentes entre les agents économiques diffèrent quasi systématiquement.

Du comportement des acteurs à l'incomplétude des contrats

Le principe fondamental de la théorie de l'agence est que tout contrat est par définition **incomplet**, c'est-à-dire qu'il ne prévoit pas toutes les situations possibles. Par exemple, il n'envisage pas quelles doivent être les réactions du dirigeant par rapport à tous les événements économiques possibles. De même, il ne peut pas inclure toutes les décisions envisageables.

Dans ce contexte de manque de précision, un comportement opportuniste du dirigeant est possible. Afin de comprendre cette notion d'opportunisme, il est utile de se placer dans le cadre psychologique défini par les fondateurs de la théorie de l'agence (Jensen et Meckling 1994). Selon ces derniers, le comportement de tout être humain peut être analysé selon le modèle suivant : **Resourceful, Evaluative, Maximizing Model** (REMM).

- Les individus sont des « évaluateurs » permanents : ils prennent des décisions en fonction de leurs préférences et du coût sous-jacent. Toutefois, leur rationalité est limitée;
- Les individus sont insatiables : ils ne sont jamais satisfaits;
- Les individus cherchent à maximiser leur patrimoine, qu'il soit financier ou non;
- Les individus savent s'adapter et sont créatifs pour contourner toutes les règles qu'ils estiment contraignantes (exemple de l'optimisation fiscale).

Étant donné ces caractéristiques individuelles, il est logique que les dirigeants ne soient pas uniquement les représentants des actionnaires, mais également des acteurs cherchant à maximiser leurs gains tout en tâchant de préserver leur situation. Il est ici essentiel de rappeler que cette situation n'aboutit pas systématiquement à des opérations frauduleuses. Dans une large majorité des cas, les décisions des dirigeants se font dans le cadre légal et réglementaire.

Pour ne pas rompre avec la littérature traditionnelle, nous conservons l'expression de « *théorie de l'agence* ». Toutefois, il est important de rappeler que celle-ci est le résultat d'une mauvaise traduction de l'expression anglaise « *agency theory* », qui signifie en réalité « *théorie du mandat* ». Nous pouvons ici citer la définition de l'« *agency* » proposée par Lawson (1998) : « *An agent is a person who is employed to bring the person appointing him agent, the principal, into a contractual relationship with a third party (Towle v White, 1873).* » Il semblerait alors préférable de changer les termes d'« agent » et de « principal », trop souvent utilisés dans les travaux francophones, par ceux de « mandataire » et de « mandant ». Pour preuve, en France, le dirigeant d'une société est qualifié de « mandataire social ».

Typologie des coûts

La relation d'agence entraîne des coûts spécifiques aux actionnaires (coûts de surveillance) et aux dirigeants (coût de dédouanement), mais également des coûts partagés entre chaque intervenant (pertes résiduelles) :

Les **coûts de surveillance** représentent l'ensemble des coûts assumés par les actionnaires afin de surveiller les décisions prises par les dirigeants et d'évaluer leur impact sur leur participation. Ce sont les coûts liés à l'audit, aux dépenses juridiques liées à l'établissement des plans de rémunération ou à la révocation des dirigeants. Ces coûts ne sont pas uniquement pécuniaires, ils se traduisent également en temps, comme celui qui est requis pour trouver et embaucher un nouveau dirigeant. Afin de réduire ces coûts, de nombreux législateurs ont facilité la surveillance des dirigeants en instaurant des organes de contrôle tels que le conseil d'administration ou le comité d'audit. Ces derniers disposent ainsi d'une information privée, donc de meilleure qualité, ainsi que d'occasions pour poser des questions aux dirigeants. L'objectif est alors de réduire l'asymétrie d'information existante entre les différents co-contractants.

Les **coûts de dédouanement** sont constitués des coûts engagés par la direction pour s'assurer que les actionnaires disposent d'une information de qualité et ainsi réduire l'asymétrie d'information existante. Ces coûts se traduisent essentiellement en temps passé pour assurer une plus grande transparence. Ce sont, par exemple, les efforts consacrés à exposer les résultats financiers de l'entreprise dans les différents rencontres avec les analystes financiers ou les journalistes. Le temps étant par définition limité, les activités de dédouanement se font par conséquent au détriment des activités de gestion plus traditionnelles, comme la recherche d'une plus grande efficacité. C'est pour cette raison que l'activité de dédouanement doit être arrêtée lorsque son coût marginal devient supérieur au bénéfice associé à une plus grande transparence (Jensen et Meckling 1976).

Les **pertes résiduelles** sont définies comme les pertes liées au caractère sous-optimal des accords signés entre l'agent et le principal. En effet, les contrats étant, par définition, incomplets, les différents signataires ne peuvent prévoir toutes les situations optimales et doivent par conséquent parfois faire des choix sous-optimaux.

Typologie des conflits

Les conflits d'agence se fondent sur quatre piliers : l'aléa moral, la rétention de bénéfices, l'horizon temporel et l'aversion au risque.

- **L'aléa moral** est basé sur la propension d'un dirigeant qui n'est pas actionnaire à investir dans des projets non rentables dont il serait l'unique bénéficiaire, et ce, au détriment des actionnaires. L'aléa moral est un conflit existant essentiellement dans les entreprises dont l'actionnariat est dispersé, ce qui est souvent le cas pour les grandes entreprises (Jensen 1993);
- **La rétention des bénéfices**, ou capture des bénéfices, est fondée sur le pouvoir croissant dont disposent les dirigeants lorsque la taille de l'entreprise augmente. Ce pouvoir du dirigeant, c'est-à-dire l'agent, a pour conséquence une diminution de l'efficacité du contrôle par l'investisseur, c'est-à-dire le principal. Dans ce contexte, il est possible, pour les dirigeants, d'obtenir des rémunérations plus élevées⁴ ou de procéder à des investissements non optimaux. Différentes études ont démontré qu'en l'absence de contrôle efficace par les actionnaires, les acquisitions d'entreprises s'effectuaient à un prix trop élevé (Morck et al. 1990) ou pour des raisons tenant plus à la réputation du dirigeant qu'à la création de richesse pour l'entreprise (Roll 1986);

⁴ La question du lien entre la gouvernance et la rémunération des dirigeants sera abordée dans le chapitre 4 sur les dirigeants.

- Le **conflit lié à l'horizon potentiel** provient de la différence entre l'horizon de placement des investisseurs et la durée de vie probable du mandat du dirigeant, la seconde étant souvent plus courte que le premier. Dans cette perspective, les dirigeants peuvent être amenés à préférer les projets d'investissement générant un rendement à court terme au détriment de celui à long terme. Il a ainsi été démontré qu'en mesurant l'horizon temporel du dirigeant à l'aide de son ancienneté à son poste de direction, une relation négative et significative est mise en évidence entre le choix d'une politique d'investissement ayant une rentabilité à court terme avec l'horizon temporel du dirigeant (Antia et al. 2010);
- Enfin, le dernier conflit provient des **différences en matière d'aversion au risque**. Le principal et l'agent ne disposent pas de la même aversion au risque. Étant donné que l'investisseur peut diversifier son portefeuille d'actions entre plusieurs sociétés, son aversion au risque est faible. Au contraire, le dirigeant ne peut pas diversifier ses actifs, notamment son actif humain qu'il ne peut utiliser dans une autre entreprise (Fama 1980).

Ces différents conflits d'agence ne remettent pas en cause le principe fondamental suivant : les actionnaires ont besoin du capital humain des dirigeants et les dirigeants ont besoin du capital financier des actionnaires.

Conflits d'agence de type I et II

Les différents conflits d'agence présentés ci-dessus ne se traduisent pas de la même manière selon le profil de l'actionnariat de l'entreprise. En effet, selon ce cadre théorique, la séparation entre la gestion et la propriété de l'entreprise conduit à une asymétrie d'information entre le dirigeant et les actionnaires (Jensen et Meckling 1976). Le premier est en effet mieux informé en raison du fait qu'il est la source des décisions managériales quotidiennes, alors que les actionnaires, situés par définition à l'extérieur de l'entreprise, ne reçoivent de l'information que périodiquement, parfois seulement une fois par année. Dans ce contexte, l'asymétrie d'information fournit au dirigeant une latitude discrétionnaire, c'est-à-dire qu'elle lui permet de prendre plus aisément des décisions. Or, ces dernières peuvent être des investissements non rentables ou des stratégies de manipulations comptables nuisant à la qualité de l'information financière. Ce conflit entre dirigeant et actionnaires est appelé **conflit d'agence de type I**. Le moyen pour en limiter les dégâts est de favoriser l'actionnariat des dirigeants, car les intérêts de ces derniers s'aligneraient avec ceux des autres actionnaires (Jensen 1986).

Bien qu'il soit important d'un point de vue théorique, et qu'il soit particulièrement relayé dans la presse, le conflit entre les dirigeants et les actionnaires n'est pas le plus courant. En effet, la communauté des actionnaires n'est pas homogène, car les intérêts de chacun diffèrent de ceux des autres investisseurs. Selon La Porta et al. (1999), les trois premiers actionnaires détiennent en moyenne 12 % du capital aux États-Unis, 24 % en France, 50 % en Allemagne et 60 % en Italie. Ils remettent ainsi en cause les conclusions de l'existence d'une séparation entre contrôle et propriété. Dans ces conditions, le principal problème d'agence n'est pas entre les dirigeants et les actionnaires, mais est plutôt « *la conséquence d'une opposition entre les actionnaires minoritaires et ceux aux affaires, ces derniers ayant un contrôle presque total sur les dirigeants* » (Hamon 2001). Ce conflit entre actionnaires contrôlant l'entreprise et actionnaires minoritaires est appelé **conflit d'agence de type II**. Il est utile de noter que la définition de l'actionnaire contrôlant ne fait pas référence au seul actionnaire majoritaire. Une participation plus faible peut être suffisante pour contrôler une entreprise⁵.

Les entreprises qualifiées de « familiales », c'est-à-dire dont les principaux actionnaires sont les membres d'une même famille, sont souvent le lieu de conflits d'agence de type II. En effet, le pouvoir au sein de ces entreprises ne se trouve pas que dans les mains des seuls dirigeants, mais également dans celles des

⁵ Cette question est traitée dans la section sur l'actionnariat et plus particulièrement dans la sous-section sur le contrôle.

principaux actionnaires, qui ont souvent des liens personnels ou familiaux avec les dirigeants. De plus, ces familles bénéficient souvent de droits de vote supérieurs aux droits au capital. Dans ce type de société, les informations contenues dans les états financiers ou le rapport annuel ne reflètent pas la réalité, il est parfois préférable de participer à un dîner familial plutôt qu'à un conseil d'administration pour savoir ce qui se passe dans l'entreprise et quelles seront les prochaines décisions managériales. Les conflits d'agence de type I peuvent se mêler aux conflits d'agence de type II dans les entreprises familiales. C'est le cas lors de la nomination d'un dirigeant extérieur à la famille.

Selon la théorie de l'agence, les politiques de distribution des dividendes constitueraient un mécanisme de gouvernance disciplinaire dans le cadre des conflits d'agence de type II. Les dividendes représentent un moyen de diminuer le risque d'expropriation par l'actionnaire de contrôle (Faccio et al. 2001). Toutefois, ce point de vue n'a été que peu vérifié. De nombreuses études ont montré que la présence d'un actionnaire détenant une participation importante ou d'une forte concentration du capital avait un impact négatif sur le niveau de dividende (Dempsey et Laber 1992; Hu et Kumar 2004). Par conséquent, bien que théoriquement utile pour limiter les conflits d'agence de type II, la réalité de la politique de dividende ne présente pas les avantages espérés.

Le flux de trésorerie comme solution aux conflits d'agence

Afin de mieux comprendre les conflits d'agence, la **théorie du *free cash flow*** a été développée (Jensen 1986). Son principe repose sur l'utilisation faite par les dirigeants des flux de trésorerie de l'entreprise. Le *free cash flow*, c'est-à-dire le flux de trésorerie généré par l'exploitation disponible après le financement des investissements rentables, incite les dirigeants à accroître la taille de l'entreprise au détriment des actionnaires. Cette augmentation de la taille passe par des investissements dans des projets non rentables. En effet, cela leur permet d'accroître les ressources qui sont sous leur contrôle et ainsi d'augmenter leur prestige et leur rémunération. Dans ce cadre, le risque d'une gestion inefficace prend en particulier la forme du surinvestissement et entraîne une destruction de valeur pour les actionnaires (Shleifer et Vishny 1997).

Afin de limiter ce pouvoir discrétionnaire, l'endettement joue un rôle majeur pour réduire la trésorerie en excès. Des distributions externes obligatoires permettent de réduire la présence de ces fonds, et ainsi de limiter les investissements dans des projets destructeurs de valeur.

La théorie du *free cash flow* est la transcription des conflits d'agence dans la politique d'investissement et de financement⁶.

Critiques de la théorie de l'agence

La principale critique de la théorie de l'agence est liée au fait que le conflit ne concerne que les dirigeants et les actionnaires, en dehors de toutes les autres parties prenantes. Or, la définition de la gouvernance ne devrait pas être restreinte aux seuls propriétaires et dirigeants de l'entreprise. Cette vision restrictive serait même contradictoire avec le fondement de la théorie de l'agence selon laquelle l'entreprise est un nœud de contrats. En effet, les contrats, qui sont le noyau de l'entreprise, concernent également les salariés ou les clients.

Une seconde critique porte sur les objectifs de l'entreprise tels que définis par les auteurs de la théorie de l'agence. L'objectif principal est la création de valeur financière dont pourrait profiter l'ensemble des actionnaires. Les questions relatives aux responsabilités sociales ou sociétales, bien qu'elles ne soient pas oubliées, n'interviennent que dans un second temps.

Face à ces critiques, et afin de ne pas se limiter à la seule valeur actionnariale, s'est développée la théorie des parties prenantes qui se fonde notamment sur une nouvelle valeur : la valeur partenariale.

⁶ Pour un approfondissement de l'impact de la théorie du *free cash flow* sur l'analyse de la politique de financement et d'investissement, voir Le Maux (2014).

Théorie des parties prenantes

La théorie des parties prenantes considère que l'entreprise n'est pas fondée uniquement sur les intérêts particuliers de ses propriétaires, c'est-à-dire de ses actionnaires. Il est par conséquent logique d'opposer la valeur actionnariale (*shareholder value*) à la valeur partenariale (*stakeholder value*), la première étant qualifiée de court-termiste alors que la seconde représente une vision à moyen ou à long terme.

L'approche partenariale

En matière de gouvernance, la **théorie des parties prenantes**, ou *stakeholder theory*, a pour vocation d'intégrer tous les acteurs prenant part directement ou indirectement à la vie de l'entreprise. Ainsi, parallèlement aux dirigeants et aux investisseurs, sont également pris en compte les salariés, les clients ou la société civile. Ce sont toutes les parties qui ont un intérêt à la vie de l'entreprise. L'entreprise est ainsi perçue comme une organisation plus large que le nœud de contrats défini par la théorie de l'agence : elle devient un système social et technique. L'entreprise s'efforce donc de construire « dans » une société et non uniquement « sur » un marché (Martinet 1984). Du nœud de contrats envisagé par la théorie de l'agence, l'entreprise devient un nœud d'investissement spécifique, c'est-à-dire une combinaison d'actifs et de personnes mutuellement spécialisées (Rajan et Zingales 1998, 2000). Dans cette perspective, l'objectif de la gouvernance d'entreprise est d'aligner la capacité à saisir les opportunités de croissance et l'appropriation des gains qui en sont issus (Zingales 2000). Les mécanismes permettent ainsi de discipliner les parties prenantes de façon à ce que le potentiel de création de valeur soit réalisé au mieux.

Selon Freeman (1984), l'un des fondateurs de la théorie des parties prenantes, « *une partie prenante est tout simplement tout groupe ou individu qui affecte ou est affecté par la réalisation d'un but d'une entreprise* ». Ainsi, les parties prenantes englobent toute forme d'agents économiques, qu'il s'agisse d'individus ou de toute forme de groupe (organisation, institution, association, etc.). Toutefois, l'inconvénient d'une telle définition unificatrice est sa qualité de pouvoir tout englober. Comment définir les parties prenantes ?

La classification proposée par Mitchell et al. (1997) aide à qualifier un agent économique de partie prenante en se basant sur trois questions :

- Quel pouvoir réel ou potentiel détiennent les parties prenantes dans une société et vis-à-vis d'une entreprise pour imposer leur volonté ?
- Quelle est leur légitimité ?
- Avec quel degré d'urgence une organisation doit-elle répondre à leurs attentes ?

Les groupes répondant aux trois qualités (pouvoir, légitimité, urgence) sont des parties prenantes stables (*definitive stakeholders*) et doivent par conséquent être inclus dans la vie quotidienne de l'entreprise, qu'il s'agisse de la définition de la stratégie, de sa mise en œuvre ou de sa communication. Si seuls deux attributs sont présents, ses qualités sont différentes. Les parties prenantes sont dépendantes si elles disposent de l'urgence et de la légitimité. Elles peuvent être dangereuses si elles disposent du pouvoir et de l'urgence. Elles sont dominantes lorsqu'elles ont le pouvoir et la légitimité. Enfin, avec un seul attribut, elles sont dormantes (pouvoir), discrétionnaires (légitimité) ou demandeuses (urgence).

En matière de gouvernance, cette large définition implique un niveau de transparence élevé au sein de l'entreprise, mais également vis-à-vis de l'extérieur. Cela suppose également que de nombreux interlocuteurs soient présents afin de communiquer et de répondre aux questions de chacune des parties prenantes. L'entreprise doit préciser quelle est la nature de sa relation avec les parties prenantes, l'expliquer, la justifier et s'assurer de sa qualité. L'intérêt de la classification proposée plus tôt est qu'elle permet de définir une politique envers chacune des parties prenantes et d'anticiper les exigences de chacune d'elles.

La responsabilité sociale des entreprises

L'origine du concept de responsabilité sociale des entreprises est plus ancienne que celle de la théorie des parties prenantes, puisque son fondateur, Howard Bowen, a rédigé le premier ouvrage sur le sujet (Bowen 1953). Il s'agissait de répondre à une demande des Églises évangéliques américaines qui souhaitent se doter d'une doctrine sociale. Toutefois, le débat sur la responsabilité sociale est apparu aux États-Unis avec l'article de Milton Friedman, « *The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits* », publié en 1970 dans le *New York Times Magazine* (Salmon 2003). Cette vision a été très critiquée, car elle se fondait essentiellement sur une approche actionnariale.

Malgré les critiques concernant cette approche jugée trop financière, aucune définition n'a fait l'objet d'un consensus. Il a été difficile de concilier les attentes de chacune des parties prenantes, mais également de définir la notion de responsabilité. Les principales questions sont : de quoi l'entreprise est-elle responsable? Est-ce qu'elle est responsable auprès de ses actionnaires ou auprès d'autres parties prenantes? Quelles sont les limites de sa responsabilité? Comment doit-elle communiquer?

Un exemple classique de la responsabilité sociale des entreprises est le cas des entreprises spécialisées dans le tabac. Bien que la société sache que ce produit est dangereux pour la santé, sa production et sa commercialisation ne sont pas remises en cause en raison des nombreuses retombées positives qu'elles produisent (emplois, investissements, etc.). Peuvent également être citées les entreprises d'armement ou celles ayant des effets néfastes sur l'environnement.

La norme ISO 26000 propose une définition de la responsabilité sociale des organisations : « *responsabilité d'une organisation vis-à-vis des impacts de ses décisions et de ses activités sur la société et sur l'environnement, par un comportement transparent et éthique qui :*

- Contribue au développement durable, incluant la santé et le bien-être de la société;
- Prend en compte les attentes des parties prenantes;
- Respecte les lois en vigueur et est compatible avec les normes internationales de comportement;
- Est intégré dans l'organisation et mis en œuvre dans ses relations ».

Cette large définition, aux frontières relativement floues, permet d'englober un maximum de problématiques tout en ne froissant aucune partie prenante. La référence au développement durable satisfait les Européens, alors que la référence à l'éthique est conforme à la logique américaine (Capron et Quairel-Lanoizelée 2010).

Critique de l'approche partenariale

La principale critique envers la théorie des parties prenantes est l'absence de définition précise de l'objectif et des différents acteurs. Ce flou présente deux défauts. Tout d'abord, l'absence d'objectif précis rend impossible toute évaluation de la gestion de l'entreprise. Ensuite, en matière de gouvernance, l'absence d'une liste détaillée des parties prenantes multiplie les préoccupations des dirigeants, au risque de ne pas se concentrer sur l'objectif de la maximisation de la valeur et de ne pas allouer de manière optimale les ressources de l'entreprise.

L'un des principaux détracteurs de la théorie des parties prenantes est le fondateur de la théorie de l'agence, Michael C. Jensen. Jensen propose une réponse scientifique à l'approche partenariale. Le premier argument est que l'approche partenariale n'apporte aucune réponse sur les méthodes de rémunération des différentes parties prenantes. De plus, la prise en compte de la valeur partenariale par les dirigeants est une excellente méthode pour renforcer leur enracinement car, étant invérifiable, il s'agit d'une excuse séduisante en cas de mauvais résultats (Jensen 2002). Dans ces conditions, Jensen conclut

à la nécessité d'un objectif final unique : la maximisation de la valeur marchande de l'entreprise dans une perspective de long terme.

L'approche par la valeur partenariale fait face à d'autres critiques. Malgré qu'elle soit plus large que la théorie de l'agence (approche financière), elle reste cependant prisonnière de la vision contractuelle. De plus, elle reste aussi limitée, car elle n'explore pas la dimension cognitive du processus de création de la valeur qui peut permettre de donner une orientation différente à la théorie de la gouvernance.

Des théories contractuelles aux théories basées sur les ressources et les compétences

« Pour que la gouvernance puisse contribuer efficacement à améliorer le potentiel de création de valeur – que la valeur soit actionnariale ou partenariale – des entreprises, il ne suffit pas de se préoccuper des systèmes disciplinaires juridico-comptables visant à éviter les spoliations, il faut également prendre conscience des effets des systèmes de gouvernance sur les dimensions managériale et perceptive de la création de valeur. »

Gérard Charreaux (2002)

Des approches complémentaires aux théories contractuelles

Les théories de l'agence et des parties prenantes reposent sur une approche contractuelle, soit entre les dirigeants et les actionnaires, soit entre toutes les parties intéressées à l'entreprise. Leur inconvénient est qu'elles n'envisagent les relations entre individus que comme des ententes contractuelles limitant les conflits d'intérêts sans prendre en compte la construction de compétences qui se produit lors de ces contrats. Une entreprise n'est pas seulement une organisation gérant des problèmes informationnels, c'est aussi un endroit où des connaissances et des compétences sont générées (Hodgson 1998).

Selon la **théorie de la dépendance envers les ressources**, la survie de l'entreprise dépend de sa capacité à contrôler certaines ressources indispensables. Il est alors primordial d'intégrer l'accès à ces ressources dans la structure de gouvernance. Ainsi, lorsque l'environnement de l'entreprise est incertain ou risqué, celle-ci devrait opter pour l'incorporation de nouveaux administrateurs représentant les ressources les plus critiques (Pfeffer et Salancik 1978; Burt 1983).

Le rôle des ressources en matière de gouvernance peut être expliqué avec l'exemple d'une entreprise appartenant au secteur nucléaire. Il est logique de retrouver dans son conseil d'administration les compétences managériales et financières, mais il est également utile de disposer d'un accès privilégié au monde politique. L'activité nucléaire nécessite en effet d'avoir accès à des ressources naturelles accessibles uniquement avec des licences accordées par les gouvernements et de disposer de relations auprès des gouvernements acquéreurs de centrales nucléaires.

La **théorie cognitive**⁷ met l'accent sur la création interne de connaissances issues de l'apprentissage organisationnel. L'entreprise est envisagée comme un répertoire de connaissances capables de percevoir les nouvelles opportunités, créatrices de valeur à long terme. Dans ce contexte, la performance se situe davantage dans l'aptitude du gestionnaire à imaginer et à percevoir de nouvelles opportunités plutôt que dans sa capacité à restructurer les processus actuels.

⁷ Cognitif : « qui est capable de connaître »; Sciences cognitives : « ensemble des sciences qui concernent la connaissance et ses processus (psychologie cognitive, linguistique, psycholinguistique, logique, certains aspects de l'informatique) », (définitions du dictionnaire *Le Grand Robert de la langue française*).

D'un point de vue théorique, la théorie cognitive intègre la théorie comportementale, la théorie évolutionniste et la théorie des ressources et compétences. Pour approfondir ces théories, nous conseillons au lecteur l'ouvrage de Charreaux et Wirtz (2006).

En adoptant la perspective cognitive, le conseil d'administration aurait d'autres fonctions que le contrôle, notamment celle d'aider le dirigeant à construire sa vision ou à détecter des opportunités d'investissements. La théorie cognitive permet d'expliquer la différence des besoins d'une entreprise en matière de gouvernance en fonction de son cycle de vie (Filatotchev et Wright 2005). Une entreprise en phase de démarrage nécessite des ressources spécifiques à l'entrepreneuriat, à la construction et à l'évaluation de plans d'affaires. Au contraire, une entreprise arrivée à maturité a plus besoin de compétences liées au contrôle financier ou stratégique.

Finalement, les théories contractuelles et cognitives reposent sur des hypothèses différentes qui sont complémentaires. Dans le cas de la composition d'un conseil :

- Selon la théorie de l'agence, la présence des administrateurs indépendants permettrait d'améliorer la performance;
- Selon la théorie cognitive, le conseil doit être composé d'administrateurs qui contribuent à la création des compétences afin d'aider le dirigeant à bâtir une stratégie créatrice de valeur.

La diversité comme ressource de l'entreprise

La question de la diversité en tant que mécanisme de gouvernance est apparue de manière significative au début du 20^e siècle. Auparavant, ce sont surtout les problématiques relatives à l'indépendance du conseil d'administration et au contrôle des dirigeants qui étaient prépondérantes. À la suite des différentes crises boursières de 2001-2002 (éclatement de la bulle boursière du secteur de la haute technologie) et de 2008-2009 (crise bancaire et immobilière), de nombreuses études ont cherché de nouveaux facteurs favorables à une meilleure gouvernance. Ainsi, différents chercheurs ont démontré que la diversité est un acteur qui enrichit le niveau du débat au sein du conseil d'administration (Carter et al. 2003; van Knippenberg et al. 2004)⁸.

La diversité a essentiellement pris la forme de la féminisation des fonctions de dirigeants et d'administrateurs. Les autres formes de diversité n'ont pas été le sujet d'études. Dans cette perspective, la présence des femmes au sein du conseil est perçue comme ayant une influence positive sur l'indépendance des administrateurs (Kang et al, 2007). Une étude réalisée auprès de 50 administratrices, 12 dirigeants et sept secrétaires du conseil issus des entreprises du *Fortune 1000* montre que les femmes apportent deux contributions : elles participeraient plus activement à la construction des processus de réputation des entreprises, d'une part et, d'autre part, les femmes seraient plus sensibles aux préoccupations des clients et des employés dans la prise de décision (Konrad et al. 2008).

Conclusion

Les théories de l'agence, des parties prenantes et cognitive sont les fondements de la théorie de la gouvernance d'entreprise, cette dernière pouvant être qualifiée d'existante. Les opposer ou chercher à en faire primer une sur les autres est inutile, car elles sont complémentaires. Une comparaison avec la vie quotidienne serait de vouloir faire primer la neurologie, la cardiologie ou la pédiatrie pour expliquer la santé des individus, tout en refusant de croire que la médecine existe.

Les trois théories étudiées ci-dessous permettent d'appréhender les différents aspects de la gouvernance : le contrôle et la création de valeur. Le cadre théorique de la gouvernance d'entreprise défini, deux concepts associés à cette dernière doivent être traités à la fois théoriquement et empiriquement : le contrôle et les bénéfices privés.

⁸ Une étude plus approfondie de l'impact de la diversité des administrateurs est réalisée dans le chapitre relatif à la gouvernance au sein du conseil d'administration.

Définition du contrôle

« If we are to assume that the desire for personal profit is the prime force motivating control, we must conclude that the interests of control are different from and often radically opposed to those of ownership. »

Adolf A. Berle et Gardiner C. Means (1932)

Rôle de l'actionnariat

L'analyse de la structure de l'actionnariat a été le fondement des premiers travaux sur la gouvernance d'entreprise. Dans le premier ouvrage sur le sujet, le juriste Adolf Berle et l'économiste Gardiner Means, tous deux professeurs à l'Université Harvard, ont démontré que la structure de l'actionnariat des grandes entreprises américaines était si dispersée que les dirigeants n'étaient plus contrôlés. Trois siècles auparavant, Adam Smith mettait en garde contre le danger de la séparation des fonctions de dirigeants et d'actionnaires : *« Les directeurs de ces sortes de compagnies étant davantage les régisseurs de l'argent d'autrui que de leur propre argent, on ne peut guère s'attendre qu'ils y apportent cette vigilance exacte et soucieuse que les associés apportent souvent dans le maniement de leurs fonds [...]. Ainsi, la négligence et la profusion doivent toujours dominer plus ou moins dans l'administration des affaires de la compagnie. »* Cette constatation a été la base du développement de la théorie de l'agence (Jensen et Meckling 1976).

Ce rôle de l'actionnariat dans la théorie ayant été étudié au cours des sections précédentes, il est important de comprendre la situation actuelle concernant la concentration de l'actionnariat des entreprises afin de confirmer ou non les constatations faites il y a plus de 80 ans.

Concentration de l'actionnariat

L'actionnariat des entreprises peut présenter deux types de structures : concentré ou dispersé. Un actionnariat concentré fait référence à la présence d'un actionnaire ayant une part importante du capital. Cette part n'a pas à être majoritaire pour que l'actionnariat soit « concentré », il suffit que le premier actionnaire ait un poids significatif, même minoritaire. Au contraire, un actionnariat est qualifié de dispersé lorsqu'aucun des actionnaires ne représente un poids significatif.

Différentes théories contradictoires s'opposent sur le rôle de l'actionnariat, attribuant un rôle positif ou négatif de la concentration :

- La **concentration du capital** favorise la surveillance, et la dispersion de l'actionnariat accroît la marge de manœuvre des dirigeants. La surveillance impose en effet un coût que seul un actionnaire de taille majeure peut supporter. Au contraire, les petits actionnaires ont tendance à ne pas s'investir et posent le problème du passager clandestin (Easterbrook et Fischel 1983). Ce dernier arrive lorsque chacun pense que l'autre actionnaire fait le travail de surveillance mais, dans une majorité des cas, aucun ne le fait et c'est ce qui offre de nombreuses opportunités aux dirigeants.
- La **dispersion du capital** favorise la surveillance, car elle rend possible une prise de contrôle par un investisseur externe à l'entreprise (Holmstrom et Tirole 1993). Au contraire, en présence d'un large actionnaire, la probabilité d'une offre publique diminue.

Bien que cette opposition ait fait l'objet de très nombreuses études, aucune des deux théories ne fait consensus.

Le concept d'actionnaire ultime

Il est possible pour un actionnaire de détenir le contrôle d'une entreprise cotée en bourse tout en ayant une part minoritaire du capital. Il s'agit d'une situation très courante dans le monde, qu'il s'agisse des places boursières développées ou émergentes (La Porta et al. 2000). Trois outils permettent le contrôle minoritaire : les actions à droits de vote multiples et les structures pyramidales. Ces différentes possibilités de structure actionariale ont entraîné la création d'une nouvelle expression : l'actionnaire ultime (*ultimate shareholder*). Le terme « ultime » renvoie au fait que ce n'est pas l'actionnaire majoritaire au capital qui a le contrôle, mais l'actionnaire qui ultimement contrôle l'entreprise. L'expression renvoie également à l'éloignement, comme dans les structures pyramidales. Dans certains cas, l'actionnaire contrôlant n'apparaît qu'après plusieurs étages d'entreprises, comme nous le verrons pour l'entreprise *Louis Vuitton Moët Hennesy (LVMH)*.

Les actions à droits de vote multiples

Le principe des actions à droits de vote multiples est d'accorder à certains actionnaires un nombre de droits de vote supérieur à leur droit en capital. Par exemple, une action peut permettre à son détenteur de disposer de 10 droits de vote, mais celui-ci ne disposera que d'un droit aux dividendes. En présence d'actions à droits de vote multiples, les actions à droit de vote simple sont qualifiées de titres subalternes.

L'exemple de la structure de capital du Groupe Jean Coutu (PJC) présenté ci-dessous permet de noter les différents types d'actions existantes. Il permet également de remarquer le rôle particulier des actions à droits de vote multiples : conserver le contrôle. Il s'agit en effet d'une technique couramment utilisée par les entreprises familiales qui, pour des besoins de croissance, doivent faire appel à de nouveaux investisseurs, mais qui ne souhaitent pas pour autant perdre le contrôle de l'entreprise. Dans le cas de Jean Coutu, la possibilité de voir disparaître les actions de catégorie A lorsque le contrôle n'est plus dans les mains de la famille est la démonstration qu'elles n'ont été créées que dans le but de préserver le contrôle de cette dernière.

Exemple du Groupe Jean Coutu (PJC)

Extrait du rapport annuel 2014

- Actions à droit de vote subalterne catégorie « A », participantes, avec un droit de vote par action, échangeables au gré du porteur contre un même nombre d'actions catégorie « B » lors d'une offre publique d'achat portant uniquement sur les actions catégorie « B », sans valeur nominale, dividende déclaré en dollars canadiens.
- Actions catégorie « B », participantes, avec dix droits de vote par action, échangeables contre des actions à droit de vote subalterne catégorie « A » à raison d'une action à droit de vote subalterne catégorie « A » pour une action catégorie « B », sans valeur nominale, dividende déclaré en dollars canadiens.
- Actions catégorie « C », à être émises en une ou plusieurs séries selon des droits, privilèges, conditions et restrictions à être déterminés, non participantes, sans droit de vote, sans valeur nominale.

Extrait de la notice annuelle 2014 « rubrique 5. Structure du capital »

Dans le cas où la « Famille Coutu » cesserait d'être véritable propriétaire, directement ou indirectement, d'un nombre d'actions représentant plus de 50 % des droits de vote afférents aux actions en circulation de toutes les catégories, les actions catégorie « B » cesseront dès lors de comporter dix votes par action et comporteront, à compter de cette date, un seul vote par action.

« Famille Coutu » signifie Jean Coutu et ses descendants, nés ou à naître, ou l'un d'entre eux, de même que toute personne morale contrôlée par l'un ou plusieurs d'entre eux.