

La Gouvernance d'Entreprise : Entre Valeur Actionnariale et Valeur Partenariale

Fadwa Nafssi¹, Abdelaziz Bahoussa²

¹Laboratoire d'Études et de Recherches en Sciences de Gestion, Faculté des Sciences Juridiques, Economiques et Sociales,
Université Mohammed V, Rabat, Maroc.

²Laboratoire d'Études et de Recherches en Sciences de Gestion, Faculté des Sciences Juridiques, Economiques et Sociales,
Université Mohammed V, Rabat, Maroc.

Résumé- Lors de la décennie écoulée, on a pu observer une tendance permanente à discuter et à critiquer les fondements théoriques et pratiques de la gouvernance. Ces derniers ont fait l'objet d'amendements ou d'évolutions significatives dans le cadre des processus habituels de délibération scientifique. Il s'avère par conséquent nécessaire de réexaminer régulièrement ces controverses à la lumière d'un cadre théorique lui-même évolutif. La mondialisation a propagé une vision homogène du management fondée sur la logique du marché financier. La création de valeur actionnariale est devenue son objectif unique. Un tel monopole est contestable et incompatible avec l'influence grandissante prise par les parties prenantes. La mise en place de tout système de gouvernance et de contrôle au sein de l'entreprise repose implicitement sur un constat plus général de conflictualité potentielle des relations humaines. Les aspirations des individus pouvant diverger, des tensions peuvent apparaître. Dans une logique d'agence, c'est -à- dire de séparation des fonctions de propriété et de décision, et de délégation de pouvoir, le conflit prend racine dans la possibilité d'un comportement de l'agent (dirigeant) non conforme aux intérêts du principal (actionnaire). Un système de gouvernance partenariale doit donc avoir pour objectif de garantir la viabilité de la coalition qui permet à la firme d'être durablement créatrice de richesse.

Mots clés- Gouvernance d'entreprise, parties prenantes, conflits d'intérêts, théorie de l'agence, création de valeur

I. Introduction

Qu'est-ce qu'une bonne gouvernance ? Il y a encore peu de temps, pour les théoriciens comme les praticiens, la réponse allait de soi : c'était une gouvernance conçue pour contraindre les managers à servir aux mieux les intérêts des actionnaires.

La théorie de l'agence, à partir du double postulat d'une divergence d'intérêts entre actionnaires et dirigeants, et de l'existence d'une asymétrie informationnelle en faveur de ces derniers, fournissait une justification théorique opportune. Les divers codes de gouvernance, élaborés depuis les années soixante-dix, déployaient concrètement cette approche à travers des mécanismes organisationnels de plus en plus sophistiqués dont les agences de notation sanctionnaient le respect. Bessire D. (2010)

Cette vision consensuelle de la « bonne » gouvernance est progressivement remise en cause. Elle n'a pas permis d'éviter

les énormes scandales que furent la faillite d'Enron aux Etats-Unis, de Parmalat en Italie, de Vivendi en France pour n'en citer que quelques-uns. Elle est incapable de répondre aux défis résultant de l'entrée en scène de nouveaux acteurs, individuels ou organisationnels, rassemblés sous l'appellation « parties prenantes ».

Elle peine à trouver une articulation convaincante avec la notion de responsabilité sociale de l'entreprise. Les codes de gouvernance se multiplient et font l'objet d'incessantes révisions. Face à ces phénomènes qui signalent les insuffisances du paradigme dominant, les approches théoriques visant à élargir ou à dépasser le cadre théorique initial (passage d'une perspective actionnariale à une perspective partenariale, intégration d'une dimension cognitive, théorie de l'intendance...) se sont multipliées.

Le consensus empirique et théorique sur lequel s'étaient bâtis les codes de gouvernance s'effrite et la question « qu'est ce qu'une bonne gouvernance ? » reçoit désormais des réponses multiples et parfois contradictoires. Bessire D. (2010)

Si cette question fait aujourd'hui l'objet de nombreux débats théoriques, elle est également au cœur des préoccupations des entreprises et des institutions politiques et boursières qui ne cessent de définir et de redéfinir de façon plus ou moins précise les règles de la gouvernance des entreprises.

Nous observons depuis le milieu des années 1990 une multiplication des lois, règles et standards visant à définir les « meilleures pratiques » en matière de gouvernance. D'après la liste fournie par l'*European Corporate Governance Institute*, 193 codes ont été publiés entre 1992 et 2006 : 180 codes nationaux émanant de 60 pays différents et 13 codes internationaux.

Tout se passe comme si plus aucun pays ne pouvait se permettre de se passer d'un code de bonne conduite : Dans une logique de compétition internationale, le code agit alors comme un signal offrant une garantie aux investisseurs.

Cette prolifération de règles fait en effet suite à de multiples scandales financiers largement médiatisés qui ont créé un climat de méfiance auprès des investisseurs, mais aussi auprès de l'ensemble de la société civile. Le débat dépasse ainsi largement le monde des affaires et devient un enjeu politique.

Ces scandales ont par exemple conduit en France le législateur à réagir à trois reprises : en 2001 par la loi sur les nouvelles régulations économiques (NRE), en 2003 par la loi de sécurité financière (LSF) et en 2005 par la loi pour la confiance et la modernisation de l'économie. Il en va de même aux Etats-Unis avec la loi Sarbanes-Oxley.

Réguler, sécuriser, restaurer la confiance des investisseurs sont en effet apparus pour les Etats comme des enjeux vitaux. Ils ont pris conscience de ce que « l'intérêt pour la gouvernance d'entreprise va au-delà de l'intérêt porté par les actionnaires aux performances individuelles des entreprises car les entreprises occupent une place centrale dans nos économies et que nous nous en remettons de plus en plus à elles pour gérer notre épargne personnelle et assurer les revenus de nos retraites » (OCDE, 2004).

C'est pourquoi les Etats se sont employés à définir des règles générales qui sont ensuite explicitées et détaillées par des codes de bonne conduite qui se diffusent à leur tour largement sur le terrain avec la publication de chartes et de règlements intérieurs au sein des entreprises.

De toute évidence, ces codes trouvent leur légitimité et donc leur acceptation sur la base d'une double argumentation théorique et empirique :

Sur le plan théorique, les codes sont essentiellement le reflet de la vision actionnariale et disciplinaire des théories contractuelles ; ils visent donc à sécuriser les investissements financiers. Certes, ils font référence aux parties prenantes mais uniquement en demandant le respect des règles contractuelles ;

Sur le plan empirique, les codes constituent une tentative de réponse aux différents scandales financiers qui sont autant de faits en cohérence avec les critères que les codes recouvrent. Cet article vise à expliquer les apports de la théorie de l'agence, la capacité à résoudre les conflits d'agence entre dirigeants et actionnaires dépendra des mécanismes de contrôle qui pourront être mis en œuvre et de l'attitude du dirigeant.

Ce modèle est fondé sur la maximisation de la valeur actionnariale. Les actionnaires sont les créanciers résiduels ; de ce fait, ils ont intérêt à agir pour que la valeur créée soit la plus élevée possible, ce qui est gage de performance de l'entreprise.

Ce cadre théorique, parfois jugé simplificateur, et bien qu'ayant été critiqué, a continué à servir de fondation à la majeure partie de la littérature anglo-saxonne de la fin des années 90 et du début des années 2000.

La gouvernance actionnariale a donc des limites et le passage vers une gouvernance partenariale s'avère nécessaire. Cette partie est explicitée vers la fin de notre article.

II. Présentation du Concept de Gouvernance d'Entreprise

La gouvernance d'entreprise renvoie à une pluralité de définitions et une multitude d'analyse dont l'objectif tourne autour de la mise en place de « mécanismes organisationnels ayant pour effet de délimiter les pouvoirs et d'influencer les décisions des dirigeants, autrement dit, qui gouvernent leur conduite et définissent leur espace discrétionnaire ». Charreaux (1997).

Selon Caby (2005), « la gouvernance est venue mettre en jeu des leviers d'alignement du comportement des dirigeants pour lutter contre les déviations que ces derniers peuvent faire de diverses manières, à travers par exemple des stratégies d'enracinement, d'opportunisme, de recherche de croissance, etc... »

Et dans une optique plus large, Oman, Fries et Bruiter (2003) pensent que la finalité de la gouvernance d'entreprise repose sur trois axes :

Faciliter et stimuler la performance des entreprises en instaurant et maintenant un système d'incitations qui encourage les dirigeants à maximiser l'efficacité opérationnelle de l'entreprise, le rendement de ses actifs et les gains de productivité à long terme ;

Restreindre l'abus de pouvoir des dirigeants sur les ressources de l'entreprise ;

Fournir les moyens de surveiller le comportement des dirigeants afin de protéger au meilleur coût les intérêts des investisseurs et de la société contre les abus des dirigeants d'entreprises.

La définition traditionnelle est en relation avec la protection des intérêts des actionnaires et la question de la séparation entre la gestion et le contrôle.

La gouvernance d'entreprise est plus qu'une analyse de l'effet de la séparation et de contrôle dans une société moderne. Par exemple, l'OCDE (2004) considère que la gouvernance d'entreprise regroupe : « l'ensemble des relations entre les dirigeants de l'entreprise et son organe de gouvernance avec les actionnaires d'une part et les autres parties prenantes d'autre part ; et ce, dans l'objectif de création de valeur pour l'entreprise ».

Caby et Hirigoyen (2005) définissent la gouvernance comme un réseau de relations liant plusieurs parties prenantes : Les actionnaires, les dirigeants et le conseil d'administration sont parmi les « stakeholders » les plus décisifs dans le système décisionnel de l'entreprise.

III. Actionnaires et Création de Valeur : Gouvernance Actionnariale

Le passage d'une firme entrepreneuriale, où la croissance est patrimoniale, à une firme managériale, où la croissance est financière, a entraîné la séparation des fonctions de propriété du capital et de prise de décision (Berle et Means, 1932).

La théorie de l'agence centre l'analyse de la firme sur la relation qui lie le dirigeant et l'actionnaire. Cette relation d'agence est le fondement de la gouvernance actionnariale.

A. Présentation et Mesure de la Création de Valeur Actionnariale

La « shareholder value » ou valeur actionnariale est un concept qui trouve ses origines dans les études réalisées par les économistes américains Modigliani et Miller au début des années 1960. Ils partent du constat suivant : S'agissant d'évaluer une entreprise, du point de vue de l'actionnaire, ce n'est pas tant le profit réalisé par l'entreprise qui importe mais le rendement qu'obtient un actionnaire de part son investissement dans la société en question.

Et aujourd'hui face à la pression croissante de la communauté financière, la création de valeur actionnariale est devenue un thème incontournable.

C'est une nouvelle approche de la performance des entreprises cotées qui dépasse la seule prise en compte des performances financières : Une entreprise n'est plus appréciée dans l'absolu sur sa solidité financière et sa rentabilité mais sur sa capacité à créer de la valeur, c'est-à-dire à générer durablement pour l'actionnaire des flux supérieurs au coût du capital investi.

Le concept de valeur actionnariale

La notion de « création de valeur pour les actionnaires » ou « Shareholder Value Added (SVA) » représente la valeur créée par une entreprise pour ses actionnaires.

Pablo Fernandez (2003) a énoncé qu'il y a création de valeur pour l'actionnaire quand le rendement des actionnaires excède le coût des capitaux propres (le rendement exigé des capitaux propres). Une firme détruit la valeur quand l'opposé se produit.

En effet, la création de valeur actionnariale se définit comme la création d'une rentabilité économique des capitaux investis dans des activités supérieures au coût des ressources mobilisées pour les financer, mesuré par le coût moyen pondéré du capital.

Les mécanismes de gouvernance liés à la valeur des actionnaires ont le rôle d'un côté d'assurer que les dirigeants exerceront bien leur gestion dans une optique de maximisation des profits ; et d'un autre côté réduire au maximum les coûts d'agence, c'est-à-dire les coûts résultants des conflits d'intérêts dans les situations de coopération. (Ben Sahel, 2010).

Les fondements de la théorie d'agence

La théorie de l'agence centre l'analyse de la firme sur la relation qui lie le dirigeant et l'actionnaire. Cette relation d'agence est le fondement de la gouvernance actionnariale.

La relation d'agence est définie comme « *un contrat par lequel une ou plusieurs personnes -le principal- engage une autre personne -l'agent- pour accomplir en son nom une tâche qui implique une délégation de décision et donnant une autorité à l'agent* » (Jensen et Meckling, 1976).

A la tête de la firme, la relation d'agence prend la forme d'une répartition des tâches. Le dirigeant a en charge la fonction de décision, les actionnaires assurent la fonction de contrôle. La firme peut se définir par la combinaison entre trois fonctions : assumption des risques résiduels, gestion et contrôle (Fama et Jensen, 1983).

Le mode de gouvernance actionnariale trouve ses racines dans la théorie de l'agence (Jensen et Meckling, 1976) : La firme est un nœud de contrats au centre duquel se trouve la relation actionnaires/dirigeant, qui est source des conflits d'agence dès lors que le capital est dispersé, laissant davantage de latitude aux dirigeants.

L'actionnaire est perçu comme le seul propriétaire légitime de l'entreprise. Dans ce cadre, l'enjeu principal de la gouvernance est d'inciter les dirigeants à maximiser la richesse des actionnaires.

La capacité à résoudre les conflits d'agence entre dirigeants et actionnaires dépendra des mécanismes de contrôle qui pourront être mis en œuvre (Jensen et Meckling, 1976 ; Fama, 1980 ; Fama et Jensen, 1983).

Dans une perspective contractuelle disciplinaire, les mécanismes de gouvernance interviennent pour réduire les coûts d'agence et contribuent ainsi à augmenter la création de richesse.

Ce modèle, qui repose sur l'analyse de Jensen et Meckling (1976), met au premier rang la relation entre le dirigeant (agent) et les actionnaires (le principal). Le dirigeant joue un rôle fondamental et devient un acteur incontournable. Ce mode de gouvernance consiste à sécuriser la rentabilité de l'investissement financier (Shleifer et Vishny, 1997).

Le mode actionnarial procède d'une logique externe orientée vers les marchés ; il privilégie la création de valeur pour l'actionnaire et l'entreprise cherche à maximiser le cours boursier des titres détenus par les actionnaires.

Ce mode de gouvernance se caractérise par un capital diffus (recours massif aux marchés financiers) : Il n'y a pas d'actionnaires majoritaires, mais uniquement des actionnaires minoritaires.

B. Le Dirigeant Face à la Théorie de l'Agence : Quelle Discipline Pour Quel Résultat ?

Dans la mesure où la politique générale de l'entreprise est principalement déterminée par ses dirigeants, la maximisation de la valeur est placée sous leur responsabilité.

Bien évidemment, l'organisation est un reflet de son équipe dirigeante et les caractéristiques et le fonctionnement de celle-ci ont un grand pouvoir explicatif sur les résultats de l'entreprise, comme sur ses choix et positions stratégiques. De ce fait, le dirigeant constitue un élément contributeur décisif à la création de valeur de l'entreprise.

C'est la raison pour laquelle il est exposé à la tentation d'appropriation d'une partie de la rente organisationnelle. Il peut entreprendre des investissements qui favorisent sa fonction d'utilité. Il peut faire de la rétention d'information ou encore rendre son remplacement coûteux pour l'organisation, ce qui lui permet d'augmenter son pouvoir ainsi que son espace discrétionnaire.

D'après Charléty (1994), la théorie d'agence se focalise sur deux questions : D'une part, comment bâtir un système d'incitation, de surveillance, de contrôle pour empêcher le dirigeant de nuire aux intérêts des actionnaires, ou mieux pour aligner les intérêts du dirigeant sur ceux des actionnaires et donc maximiser la valeur pour ces derniers ? Et d'autre part, comment, malgré l'information imparfaite entre dirigeant et actionnaire, concevoir des mécanismes pour se rapprocher au maximum de l'information qui existe sur le marché ?

Toutefois, les dirigeants, qui sont au centre du nœud de contrats, disposent d'un meilleur accès à l'information par rapport aux autres partenaires de la firme. Leur position stratégique dans l'entreprise leur permet de contrôler en partie l'information et, en particulier, de restreindre sa disponibilité pour les autres agents.

L'accroissement de l'asymétrie d'information envers les partenaires et les agents chargés de leur contrôle (actionnaires, administrateurs, banques, etc.) leur permet de s'enraciner et d'accroître leur espace discrétionnaire.

La notion d'enracinement, introduite par Shleifer et Vishny (1989), consiste pour le dirigeant à réduire son risque d'éviction, soit en accroissant le coût de cette mesure pour les actionnaires, soit en réduisant l'intérêt. Mais le dirigeant peut devenir un élément de création de valeur à travers ses pratiques managériales, grâce à ses compétences et caractéristiques personnelles et à la qualité de l'information qu'il détient.

La dimension contractuelle induit des coûts d'agence liés aux éventuelles divergences d'intérêts entre les parties contractantes. Ces coûts d'agence sont, dans une certaine mesure, évités par le biais de mécanisme de contrôle du comportement du dirigeant notamment l'endettement et la concentration du capital.

Beaucoup de travaux récents continuent à s'intéresser à la mesure de l'efficacité de tels mécanismes (Feki et Khoufi (2008), Khoufi N. et Khoufi W. (2016), Nkakleu R. et al. (2016), Nouha, K., & Walid, K. (2016), Zhou W. et Kapoor G. (2011)). Une remise en cause mesurée de l'hypothèse d'opportunisme : La théorie de l'intendance.

La théorie de l'intendance (en anglais *stewardship*) tente de reconsidérer l'hypothèse d'opportunisme qui sous-tend la majeure partie des travaux dans le domaine de la gouvernance. Elle prend sa source dans la psychologie et la sociologie et « définit des situations dans lesquelles les managers ne

poursuivent pas seulement leur intérêt propre, mais se comportent plutôt en intendants dont les objectifs coïncident avec ceux de leurs mandants (actionnaires) » (Davis *et al.*, 1997).

La théorie de l'intendance propose une modélisation du comportement humain dans laquelle l'individu se comporte comme un intendant qui retire une plus grande utilité de comportements organisationnels et coopératifs que de comportements individualistes et égoïstes.

Dans cette perspective, même lorsque les intérêts de l'intendant et de son mandant ne coïncident pas, l'intendant accorde plus de valeur à la coopération qu'à la défection.

La théorie de l'intendance fait l'hypothèse d'une relation forte entre la réussite de l'organisation et la satisfaction des mandants. Un intendant protège et maximise la richesse des actionnaires en contribuant à la performance de la firme parce qu'en agissant ainsi, il maximise sa fonction d'utilité. [...] Un intendant qui réussit à améliorer la performance de l'organisation satisfait en général la plupart des groupes, parce que la plupart des parties prenantes voient leurs intérêts mieux servis si la richesse organisationnelle augmente.

Les tenants de la théorie de l'intendance soutiennent que la performance de l'intendant dépend du contexte dans lequel il opère. Si les motivations de l'intendant sont conformes au modèle qui sous-tend la théorie de l'intendance, alors, il convient de favoriser son autonomie parce qu'il est possible de lui faire confiance.

C'est pourquoi les tenants de la théorie de l'intendance se concentrent sur la conception de structures qui facilitent et qui donnent du pouvoir plutôt que de structures qui permettent de surveiller et de contrôler.

Compte tenu des avantages d'un tel comportement, on peut légitimement se demander pourquoi l'intendance ne l'emporte pas systématiquement sur l'agence. La réponse réside dans le degré de risque que les mandants sont prêts à prendre. Des mandants dont l'aversion au risque est marquée auront tendance à considérer qu'il faut surveiller étroitement les managers.

La question devient alors : Qu'est ce qui peut inciter un propriétaire à prendre le risque de suivre les prescriptions de la théorie de l'intendance ? La réponse réside dans les facteurs psychologiques et contextuels qui différencient la théorie de l'intendance de la théorie de l'agence.

La théorie de l'intendance s'accorde avec une philosophie du management qui valorise la participation, l'implication, la vision à long terme, la capacité à prendre des risques, la confiance et met l'accent sur l'amélioration des performances plutôt que sur la réduction des coûts.

Elle est plus susceptible d'être validée dans des environnements où la culture met l'accent sur la dimension collective plus que sur la dimension individualiste, où la distance hiérarchique est faible.

C. Limites de la Gouvernance Actionnariale

Le développement de l'entreprise repose sur deux ressources : D'une part, le capital apporté par les actionnaires et les créanciers et d'autre part, les compétences des salariés.

Aoki (1984) considère les firmes comme la combinaison de travail et de capital spécifique, et le rôle du management est d'arbitrer entre ces deux groupes d'intérêt lors des prises de décision en matière de production, d'investissement et de partage des rentes générées.

La firme ne peut pas identifier les mécanismes de création de valeur en se focalisant sur les seuls actionnaires et sur les modalités des contrôles qu'ils exercent sur les dirigeants Charreaux (1998).

La valeur actionnariale semble incompatible avec la représentation contractuelle, selon laquelle la firme est un nœud de contrats entre différents partenaires. La firme n'est plus caractérisée par un contrat entre le dirigeant et les actionnaires mais par une série de contrats reliant plusieurs acteurs économiques.

L'objectif de création de valeur à long terme persiste ; il ne s'agit toutefois plus de maximiser la création de valeur pour les seuls actionnaires, mais pour toutes les parties prenantes.

L'enjeu n'est donc plus celui de la valeur actionnariale mais celui de la valeur partenariale et de son partage. On assiste à la revanche de *stakeholders* sur les *shareholders* ainsi qu'à un basculement de la vision financière vers la vision humaine.

La vision réductrice de la performance (purement financière) caractérisant le modèle de création de valeur actionnariale, nous conduit à présenter le modèle de création de valeur partenariale qui se fonde sur le courant disciplinaire partenarial et sur la théorie des parties prenantes.

IV. Parties Prenantes et Création de Valeur : Gouvernance Partenariale

La Théorie des Parties Prenantes (TPP) part du principe que l'entreprise ne devrait pas uniquement être attentive à ses actionnaires mais à l'ensemble des acteurs avec lesquels elle est en relation. Elle se veut une théorie managériale et une théorie normative en éthique organisationnelle, ce qui conduit souvent à une combinaison de ces deux dimensions.

L'objectif principal de la TPP est d'élargir le rôle et les responsabilités des dirigeants : Au-delà de la maximisation du profit, il faut inclure les intérêts et les droits des "non actionnaires".

A. Extension de la Gouvernance : Coopération, Gains Mutuels et Approche Elargie

Le rôle de l'entreprise, de ses dirigeants et la nature de leurs obligations envers le reste de la société font l'objet d'un débat ancien.

L'approche stakeholder prend véritablement ses racines dans le travail de Berle et Means (1932), qui constatent le développement d'une pression sociale s'exerçant sur les dirigeants pour qu'ils reconnaissent leur responsabilités auprès de tout ceux dont le bien être peut être affecté par les décisions de l'entreprise.

La conception actionnariale est peu adaptée à une analyse de la création de valeur reposant sur la vision contractuelle de la firme, qui met cette dernière en relation avec ses différents partenaires sous la forme d'un jeu coopératif.

Le modèle disciplinaire partenarial trouve son origine dans la représentation de la firme comme équipe de facteurs de production dont les synergies sont à l'origine de la rente organisationnelle. Les apporteurs de facteurs de production, autres que les actionnaires, ne seront incités à contribuer à la création de valeur que s'ils perçoivent une partie de la rente, accédant ainsi au statut de créancier résiduel.

Zingales (1998) précise que la gouvernance n'influe sur la création de la rente qu'à travers la répartition de cette rente. La formation de la valeur dans le modèle partenarial se résume, pour l'essentiel, à la résolution des conflits d'intérêts en agissant sur la répartition.

Charreaux et Desbrières (1998) considèrent que la contribution du capital financier à la formation de la rente organisationnelle n'est pour le mieux que partielle et que la valeur créée par l'entreprise dépend également des autres facteurs de production et plus précisément trouve son origine dans l'avantage concurrentiel issu des compétences clés distinctives que la firme réussit à mobiliser, que ce soient celles du dirigeant, des salariés, mais aussi celles des autres parties prenantes (fournisseurs, clients, Etat...).

L'approche contractuelle élargie (ou partenariale) stipule en conséquence que la maximisation de la rente organisationnelle dépend de l'incitation de l'ensemble des détenteurs de compétences clés à les mettre au service de l'organisation.

Il s'agit bien d'un élargissement et non d'une remise en cause de l'approche contractualiste originelle de la gouvernance :

Le dirigeant reste au centre du réseau contractuel, le principe de maximisation de la richesse demeure, mais la logique d'agence (mécanismes d'incitation et de contrôle) s'applique désormais à l'ensemble des apporteurs de ressources qui se voient tous conférer un statut de créancier résiduel, au même titre que les actionnaires.

En outre, ce modèle accentue le rôle stratégique du dirigeant qui se voit dès lors soumis à une gestion d'intérêts multiples entraînant de sa part un arbitrage encore plus complexe en matière de création et de répartition de la valeur.

Sous l'hypothèse du risque d'opportunisme, ce contexte partenarial de gestion des investissements individuels rend encore plus complexe et plus impérative la recherche et la mise en place de mécanismes visant à encadrer la latitude managériale.

B. Création de Valeur et Gouvernance Partenariale

Les relations entre la firme et les différentes parties prenantes ne sont pas simplement marchandes ; elles sont construites de façon à créer de la valeur partenariale, que l'on peut définir comme la différence entre la somme des revenus évalués aux prix d'opportunité et celle des coûts d'opportunité des différents facteurs de production (Charreaux et Desbrières, 1998).

Ce mode partenarial est fondé sur une logique interne orientée réseaux ; il valorise la création de valeur pour l'ensemble des partenaires (*stakeholders*) : Clients, fournisseurs, salariés, actionnaires, etc. La satisfaction des objectifs des parties prenantes favorise l'amélioration de la performance financière (Freeman, 1984).

Les entreprises qui réussissent à avoir de bonnes relations avec les parties prenantes, bénéficieront de flux de ressources plus importants et seront plus aptes à créer de la valeur que celles qui maintiennent de mauvaises relations (Jones, 2001). La performance est mesurée au regard de l'ensemble des partenaires.

Ce type de gouvernance favorise le développement de capital financier et de capital humain (savoir-faire, compétences, innovation).

D'après Brandenburger et Stuart (1996), la valeur créée est la rente organisationnelle globale produite par la firme sur l'ensemble de la chaîne de valeur (Porter, 1985) constituée par les différents partenaires.

La considération de l'ensemble des partenaires de la chaîne de valeur conduit Charreaux et Desbrières (1998) à dénommer cette rente "valeur partenariale" par opposition à la rente revenant aux seuls actionnaires, qui constitue la valeur actionnariale.

Contrairement au cadre de valeur actionnariale où l'intégralité du résidu revient aux actionnaires, la valeur partenariale va soulever la question de son appropriation par les différents partenaires.

Le risque supporté par chaque partie prenante à travers sa relation contractuelle ainsi que l'influence et le pouvoir de chacune vont jouer un rôle déterminant dans l'appropriation.

C. Mécanismes de Gouvernance et Appropriation de la Valeur Partenariale

Le sujet de la gouvernance a souvent été considéré comme une problématique majeure affectant tous les types d'entreprises.

Récemment, l'intérêt accordé aux mécanismes de gouvernance et leurs effets sur la performance financière des entreprises ont pris une dimension internationale de premier rang.

Nous remarquons l'existence de deux grandes familles de mécanismes de gouvernance disciplinaires. La première caractérise la gouvernance par des structures formelles/organisationnelles d'encadrement (indépendance des administrateurs, présence d'administrateurs salariés, taille du conseil, dualité, existence de comité d'éthique et/ou de gouvernance).

Le conseil est l'organe central de gouvernance, et son efficacité fait l'objet de très nombreux travaux et recommandations de bonnes pratiques. La deuxième famille caractérise la gouvernance par l'actionnariat avec les actionnaires institutionnels et les actionnaires salariés.

Caractéristiques du conseil d'administration ou de surveillance

Le conseil d'administration a deux fonctions principales. La première consiste à surveiller les hauts dirigeants pour le compte des actionnaires et la deuxième vise à apporter des conseils, des avis et à participer à l'élaboration de la stratégie.

Il est caractérisé par sa composition, sa taille et le partage des responsabilités de président du conseil et de directeur général. La composition du conseil s'intéresse aux compétences, âges, ancienneté et aux proportions d'administrateurs liés ou indépendants.

Pour Williamson (1985), le conseil d'administration constitue un mécanisme organisationnel permettant de garantir la sécurité des transactions entre l'ensemble des partenaires au sein de la firme. Pour Charreaux (2000), le conseil d'administration « intervient comme un organe hiérarchique qui, outre son rôle d'arbitre dans le partage de la rente, doit encourager le travail en équipe. (...) il intervient pour protéger l'ensemble des relations créatrices de valeur, préserver et accroître le caractère productif du nœud de contrats, et contribue au processus d'innovation ».

Une proportion élevée d'administrateurs externes indépendants au sein du conseil devrait aboutir à une meilleure performance de la firme du fait que ces administrateurs permettent de réduire les conflits d'intérêt et de garantir une gestion plus efficace.

La taille du conseil

Le nombre optimal d'administrateurs est un dilemme pour les entreprises. Jensen (1983) pense qu'un conseil de grande taille est moins efficace que celui de petite taille car il

favorise la domination et l'élargissement du pouvoir discrétionnaire des dirigeants.

L'efficacité est réduite si le nombre est trop grand parce que les accords sur les décisions deviennent difficiles. Cependant, la précision de la prise de décisions est également réduite si le nombre d'administrateurs est trop petit.

Dissociation des fonctions de Président et de Directeur Général (la dualité)

Dans la mesure où la fonction du conseil d'administration est de nommer, de rémunérer et de révoquer le dirigeant, la présence de ce dernier à la présidence du conseil est de nature à accorder un rôle influent au dirigeant (Mizruchi, 1983), à entraver le bon fonctionnement du conseil et à remettre en cause son indépendance (Jensen, 1993 ; Fama et Jensen, 1983).

Fama et Jensen (1983) montrent que les coûts d'agence des grandes entreprises peuvent être réduits par des mécanismes institutionnels qui séparent la décision de contrôle. Selon ces deux auteurs les fonctions de président du conseil et de dirigeant doivent être séparées.

Plusieurs études empiriques (Rechner et Dalton, 1991 ; Pi et Timme, 1993 ; Core et al, 1999) ont démontré que le cumul des fonctions a un effet négatif sur la performance financière. Si le président du conseil d'administration est le directeur général, la fonction de surveillance est diminuée à cause de ce manque d'indépendance (Patton et Baker, 1987).

Ainsi, cette forte concentration du pouvoir aide à l'instauration d'un climat favorable au développement d'un comportement opportuniste du dirigeant et aura des conséquences néfastes sur la richesse des actionnaires.

Le cumul des fonctions de direction générale et de président du conseil est considéré comme étant source de conflits d'intérêts du point de vue de la théorie de l'agence.

Les comités spécialisés

Les recommandations au sujet de dissociation des fonctions du président et de directeur général du conseil sont explicitement reliées à l'objectif d'une réduction d'un ensemble de conflits d'intérêts identifiés a priori, comme celui opposant le dirigeant aux actionnaires, voire les actionnaires majoritaires et le dirigeant aux actionnaires minoritaires.

C'est cette même logique qui sous-entend la recommandation de mettre en place un certain nombre de comités au sein du conseil d'administration. Depuis 2002, les codes de bonne gouvernance ont exigé les entreprises cotées, qu'elles aient des comités d'audit ou des comptes, de rémunération et de nomination des dirigeants, et d'éthique et/ou de gouvernance.

Klein (1995) considère que la création des comités spécialisés au sein du conseil pourrait améliorer son efficacité.

Structure d'actionnariat

Dans notre cadre d'analyse, il y a une confusion entre dirigeant, firme et actionnaire majoritaire. La structure de

propriété est un trait fondamental pour caractériser le statut de créancier résiduel de certaines parties prenantes, actionnaires minoritaires et salariés notamment. Par conséquent, « la structure de propriété est un élément important de la gouvernance » (Denis et McConnell, 2003).

Actionnaires institutionnels

Les actionnaires institutionnels possèdent des moyens et des ressources privilégiés qui en font des acteurs actifs dans le contrôle de la gestion des entreprises (Agrawal et Mandelker, 1992).

La question est alors de savoir si la présence d'actionnaires institutionnels améliore la gouvernance de façon à atténuer le risque d'expropriation ou améliorer la performance.

Plusieurs études ont montré une relation positive entre actionnariat institutionnel et création de valeur actionnariale aux Etats-Unis, notamment Gompers, Ishii et Metrick (2003), Brown et Caylor (2004) et Bebchuk et al. (2004). Drobetz, Schillhofer et Zimmermann (2004), Beiner, Drobetz, Schnid et Zimmermann (2004) et Klapper et Love (2004) arrivent à la même conclusion respectivement en Allemagne, en Suède et dans des pays dont les marchés financiers sont émergents.

Actionnaires salariés

La légitimité des salariés et des actionnaires salariés dans le gouvernement d'entreprise soulève plusieurs débats. L'ensemble des théories économiques est défavorable, au nom de l'efficacité, à la présence des salariés au sein du système de gouvernement d'entreprise (Brillet et d'Arcimoles, 2002), notamment pour des raisons d'augmentation des coûts de contrôle.

Blair (1997) propose de rémunérer le risque, pour le salarié, grâce à l'actionnariat salarié. Aoki (1984) et Williamson (1985) notent que la représentation des salariés leur permet de partager des informations importantes, en particulier dans le domaine de l'organisation du travail et de la négociation collective.

V. Conclusion

La pensée dominante en matière de gouvernement des entreprises mène à une impasse théorique et empirique : Les tentatives de dépassement de la théorie originelle sont autant de signes de son impuissance à rendre compte du fonctionnement des entreprises et à proposer des mécanismes de régulation efficaces et acceptables.

La multiplication des codes et leur incessante révision marquent une course effrénée à la sécurisation des investissements. Contrairement à ce que proclame le discours en vogue, il ne s'agit pas de restaurer la confiance, mais de la rendre inutile en soumettant le dirigeant à la surveillance la plus étroite.

Pour sortir de cette impasse, il est nécessaire de rompre avec le postulat, celui d'un individu maximisateur d'utilité, et

de développer une nouvelle approche de la gouvernance qui repose sur le postulat d'un être humain libre et responsable.

Sur la base de ce postulat, qui place la confiance avant l'opportunisme, il est possible de proposer une nouvelle conceptualisation de l'entreprise, non plus comme nœud de contrats entre des individus aliénés à leur intérêt, mais comme communauté d'hommes libres et responsables engagés dans un projet dont la finalité est la contribution au bien commun.

Dans cette perspective, la « bonne » gouvernance doit s'entendre non plus comme un référentiel abstrait par rapport auquel il serait possible d'évaluer de manière statique la qualité des dispositifs mis en place à un instant donné par une entreprise donnée, mais comme un processus où le conflit, pour jouer son rôle moteur, doit pouvoir s'exprimer.

La « bonne » gouvernance réside alors, non plus dans la qualité d'une quelconque architecture organisationnelle dépouillée de toute dimension politique, mais dans la qualité d'une démocratie entrepreneuriale qui reste à inventer.

REFERENCES

- [1] Agrawal A., Knoeber C.R. (1996), Firm performance and mechanisms to control agency problems between managers and shareholders, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol.31, n°3, P.377-397.
- [2] Agrawal A., Mandelker G.N., (1992), "Shark repellents and the role of institutional investors in corporate governance", *Management and Decision Economics*, vol.13, n° 1, P.15-22.
- [3] Albouy M., (1999), « Théorie, applications de la mesure de la création de valeur », *Revue française de gestion* N° 122.
- [4] André P., Schiehl E. (2004), Système de gouvernance, actionnaires dominants et performance future des entreprises, *Revue Finance Contrôle Stratégie*, vol.7, n°2, P.165-193.
- [5] Aoki M. (1984), *The cooperative Game Theory of the Firm*, Oxford University Press.
- [6] Beiner S., Drobetz W., Schmid M.M., Zimmermann H. (2004), *An Integrated Framework of Corporate Governance and Firm Valuation: Evidence From Switzerland*, Working Paper, N°34, European Corporate Governance Institute.
- [7] Ben sahel W. (2010), « Une création de valeur substantielle de la valeur adaptée aux entreprises intensive en immatériel », *Crises et Nouvelles Problématiques de la Valeur*, Nice, France.
- [8] Berle A.A., Means G.C., (1932), «*The Modern Corporation and Private Property*», New York, MacMillan.
- [9] Bessire D., et al (2007), « qu'est-ce qu'une bonne gouvernance », *Revue de Labo Orléanais de Gestion*, France.
- [10] Blair M.M. (1997), "Firm specific Human Capital and the Theory of the Firm", Working Paper, The Brookings Institution.
- [11] Brillet F., Arcimoles C.H., (2002), *Enjeux et résultats de l'actionariat salarié: une comparaison France / Grande Bretagne / Etats-Unis*, Cermat.iae.univ-tours.fr
- [12] Brown L.D., Caylor M., (2004), Corporate Governance and Firm Performance, Georgia state.
- [13] Caby J., Hirigoyen G., (2005), « création de valeur et gouvernance d'entreprise », Edition Economica, Paris, France, pp 130-131.
- [14] Caby J., Hirigoyen G. (2001) « *La création de valeur de l'entreprise* », 2^{ème} édition Economica.
- [15] Caby J., Hirigoyen G. (2005) « *Création de valeur et gouvernance de l'entreprise* », 3^{ème} Edition Economica.
- [16] Caby J., Hirigoyen G., (2005) « La valeur partenariale : un outil de gouvernance », *Revue du financier*, N°155.
- [17] Charléty P., (1994), « Les développements récents de la littérature », *Revue d'économie financière*, N°31, P.33-48
- [18] Charreaux G. (1997) « *Le gouvernement des entreprises* », Edition Economica.
- [19] Charreaux G. (1997), « *Le gouvernement des entreprises : théories et faits* », Edition Economica.
- [20] Charreaux G., (1998), « Le rôle de la confiance dans le système de gouvernance des entreprises », *Economies et Sociétés*, N°8-9, P. 47-65.
- [21] Charreaux G., (2000), « Le conseil d'administration dans les théories de la gouvernance », *La Revue du Financier*, N°127, P.6-17.
- [22] Charreaux G., Desbrières Ph. (1998), « Gouvernance des entreprises : valeur partenariale contre valeur actionnariale », *Finance Contrôle Stratégie*, Vol.1, N°2, P. 57-88
- [23] Chatelin C., Trébucq S., (2003), « Stabilité et évolution du cadre conceptuel en gouvernance d'entreprise : un essai de synthèse », *Communication les 9èmes journées de la comptabilité et du management* 20 et 21 Mars.
- [24] Core J.E., et al (1999), Corporate Governance, Chief Executive Officer remuneration, and Firm Performance, *Journal of Financial Economics*, March, vol.51, N°3, P.371-406.
- [25] Dardour A., (2009), *L'influence de la gouvernance et de la performance sur la rémunération des dirigeants : le rôle des réseaux sociaux dans les entreprises françaises cotées*, Doctorat en sciences de gestion, Toulouse : Université Toulouse 1 Capitole.
- [26] Davis J.H., et al (1997), « Towards a stewardship theory of management », *Academy of Management Review*, 1997, Vol. 22, n° 1, pp. 20-47.
- [27] Denis D. et al, (2003), International corporate governance, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol.38, P.1-36.
- [28] Drobetz W., Schillhofer A., Zimmermann H. (2004), Corporate Governance and Expected Stock Returns: Evidence From Germany, *European Financial Management*, vol.10.
- [29] Fama E.F., (1980), « Agency problems and theory of the firm », *Journal of political Economy*, p. 288.307.
- [30] Fama F., Jensen M.C. (1983), separation of Ownership and Control, *Journal of Law & Economics*, Vol. 26. P. 327-349.
- [31] Feki A. et Khoufi W., (2008). « *L'effet des caractéristiques du conseil d'administration et de la qualité de l'information financière sur le coût de la dette* » Working Paper.
- [32] Freeman R.E., (1984), « Strategic Management: A stakeholder Approach », Pitman, Boston.
- [33] Garfatta R., (2010), *Actionariat salarié et création de valeur dans le cadre d'une gouvernance actionnariale et partenariale : application au contexte français*, Thèse de doctorat en Sciences de Gestion, Université de Bourgogne.
- [34] Godard L. et al (2000), « Faut-il limiter le cumul des fonctions dans les conseils d'administration ? ». *La revue du financier* N° 127, P.36-47.
- [35] Godard L., (2002), La taille du conseil d'administration: déterminants et impact sur la performance, *Revue Science de Gestion*, N°33, P.125-148.
- [36] Gompers P. et al (2003), Corporate Governance and Equity Price, *The Quarterly Journal of Economics* Vol. 118, P. 107-155.

- [37] Jensen M.C. (1993), The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems, *Journal of Finance*, vol.48, P. 831-880.
- [38] Jensen M.C., Meckling W.M. (1976), Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, *Journal of Financial Economics*, vol.3, P. 305-360.
- [39] Jones G., (2001), *Organizational Theory: text and cases*, Third edition, Prentice Hall.
- [40] Khoufi N. et Khoufi W., (2016). « *Le rôle des mécanismes de gouvernance dans la prévention de la fraude managériale* » Working Paper.
- [41] Klapper L.F et al, (2004), Corporate Governance, Investor Protection, and Performance in Emerging Markets, *Journal of Corporate Finance*, Vol.10, P.703-728.
- [42] Klein A., (1995), *An examination of board committee structures*, Working paper, New York University.
- [43] Mizruchi M., (1983), "Who Controls Whom? An Examination of the relation between Management and Boards of Directors in Large American Corporations". *Academy of management Review*, vol.8, N°3, P.426-435.
- [44] Nkakleu R., et al, (2016), « *Gouvernance et performance économique des entreprises au Cameroun* », *Revue Sciences, Technologies et Développement*, Vol. 17, pp35-38.
- [45] Nouha, K., et al (2016), « *Le rôle des mécanismes de gouvernance dans la prévention de la fraude managériale* ». *Management Accounting Research*.
- [46] OCDE, (2004), « *Principes de gouvernement d'entreprise* » Paper n° 491, Harvard Law School.
- [47] Paquerot M., (1996), L'enracinement des dirigeants et ses effets, *Revue Française de Gestion*, novembre-décembre, N°111.
- [48] Patton A. et al (1987), Why won't directors rock the boat? *Harvard Business Review*, Vol. 65, P.10-18.
- [49] Pi L. and. Timme S. G (1993), 'Corporate control and bank efficiency', *Journal of Banking and Finance*, Vol. 17, pp. 515-530.
- [50] Rechner, P. L. et al (1991), CEO duality and organizational performance: A longitudinal Analysis, *Strategic Management Journal*, Vol. 12, 155-161.
- [51] Shleifer A. et al (1989), « Management Entrenchment: The Case of Manager-Specific Investments », *Journal of Financial Economics*, Vol. 23, p. 123-139.
- [52] Shleifer A. et al, (1997), A Survey of Corporate Governance, *Journal of Finance*, Vol.52.
- [53] Williamson O.E., (1985), Economic institutions of capitalism: firms, markets, relational contracting, *The Free Press*, New York.
- [54] Williamson O.E., (1991), Economic institutions, spontaneous and intentional governance, *Journal of Law, Economics and Organisations*, Vol. 7, P. 159-187.
- [55] Wirtz P., (2008), « *Les meilleurs pratiques de gouvernance d'entreprise* », Editions Découverte.
- [56] Zhou W. et al, (2011), « Detecting evolutionary financial statement fraud », *Decision Support Systems* Vol. 50, p: 570-575.
- [57] Zingales L., (1998), Corporate Governance, in P.Newman, *The New Palgrave, Dictionary of Economics and the Law*, London, Stockton Press.