



QUEL SCÉNARIO POUR LE GOUVERNEMENT D'ENTREPRISE ? UNE HYPOTHÈSE DE DOUBLE CONVERGENCE

DOMINIQUE PLIHON*
JEAN-PIERRE PONSSARD**
PHILIPPE ZARLOWSKI***

L' évolution des modèles de gouvernance des entreprises a donné lieu à des analyses contradictoires. Certains auteurs¹ considèrent que les modèles nationaux devraient garder leurs spécificités, tandis que d'autres² sont amenés à conclure à une convergence inexorable vers un modèle dominant importé des pays anglo-saxons.

On cherche à montrer dans cet article³ que cette question mérite une réponse plus nuancée. Notre hypothèse est qu'il y a un processus de convergence plutôt que d'alignement. Nous caractérisons cette convergence comme des emprunts aux deux modèles dit de *shareholder* et de *stakeholder*. D'une part, nous mettons en évidence le rééquilibrage du rapport de forces entre dirigeants et actionnaires en faveur de ces derniers dans un schéma dans lequel des actionnaires minoritaires forts exercent un contrôle important (emprunt au modèle *stakeholder*) tout en restant externe à l'entreprise (emprunt au modèle *shareholder*). D'autre part, nous faisons l'hypothèse d'une pluralité croissante des objectifs de l'entreprise, des enjeux éthiques et environnementaux accompagnant de plus en plus la prise en compte de la maximisation de la valeur actionnariale. Cette pluralité est un emprunt au modèle de type *stakeholder* mais le fait que la pression pour leur réalisation passe par des forces externes (réglementaires, médiatiques s'apparentant à la *sunshine regulation*) plutôt qu'internes (rapport de force opaque résultant de marchandages et de compromis) s'apparente plutôt à une caractéristique du modèle *shareholder*.

Ayant précisé ainsi notre modèle hybride, nous montrons qu'il existe des forces puissantes qui poussent à sa mise en place. Ces forces sont en nombre de trois : premièrement le mode de fonctionnement du marché financier, de plus en plus international et homogène dans ses pratiques

* Université Paris XIII, Centre d'économie de Paris-Nord (CEPN).

** Cnrs, Laboratoire d'économétrie de l'École polytechnique.

*** Essec, Département comptabilité et contrôle.



et largement soutenu par le développement des grands fonds d'investissement, deuxièmement les stratégies de globalisation des firmes, qui engendrent un climat exacerbé de concurrence et qui constituent à ce titre des défis majeurs pour leurs dirigeants et, enfin, l'émergence d'une régulation internationale à laquelle même les hommes politiques ne semblent plus pouvoir échapper.

Dans une première partie, nous rappelons les caractéristiques des modèles traditionnels de gouvernement d'entreprise de type *shareholder* et de type *stakeholder*, modèles destinés à répondre au problème générique du contrôle de l'action des dirigeants dans les grandes entreprises managériales. La deuxième partie revient sur la question de l'efficacité du contrôle exercé en pratique par référence à ces deux modèles théoriques dans les pays anglo-saxons (États-Unis, Grande-Bretagne), d'une part, et dans plusieurs pays capitalistes d'Europe continentale (Allemagne et France en particulier), d'autre part. Les dérives ainsi constatées ont historiquement constitué un ressort important pour la mise en cause de ces modèles. Ces dérives ont en effet ouvert largement la voie à la prise de pouvoir des investisseurs institutionnels anglo-saxons.

La troisième partie développe les caractéristiques de notre modèle hybride, les principaux facteurs de convergence vers ce modèle hybride sont présentés dans la quatrième section. La conclusion relativise la portée de cette hypothèse en évoquant les freins possibles à cette convergence.

LES MODÈLES TRADITIONNELS DE GOUVERNEMENT D'ENTREPRISE

Le problème générique du gouvernement de la firme à contrôle managérial est traditionnellement formulé dans le cadre de deux modèles théoriques, de type *shareholder* ou à contrôle externe, d'une part, et de type de *stakeholder* ou à contrôle interne, d'autre part.

Position du problème : le gouvernement de la firme à contrôle managérial

Les problèmes de gouvernement d'entreprise sont liés à la séparation entre la propriété et le pouvoir décisionnel dans les grandes entreprises⁴. La possibilité de réaliser d'importantes économies d'échelle dans certains secteurs d'activité conduit à la fois à une augmentation de la taille des firmes et à un besoin de capital qu'aucun actionnaire individuel ne peut à lui seul satisfaire. La gestion de ces grandes entreprises⁵ est alors confiée à des dirigeants salariés, disposant de compétences techniques et managériales spécifiques.

En l'absence de mécanismes de régulation, la séparation de la propriété et du pouvoir laisse aux dirigeants une grande latitude discrétion-

naire pour poursuivre leurs objectifs spécifiques indépendamment de ceux de l'entreprise en tant que telle.

Pour répondre aux dérives éventuelles de l'entreprise managériale, deux modèles de gouvernement d'entreprise, susceptibles d'encadrer et de contrôler l'action des dirigeants sont traditionnellement identifiés. Il s'agit du modèle de type *shareholder* (contrôle dit « externe » exercé par les actionnaires), d'une part, et du modèle de type *stakeholder* (contrôle dit « interne » exercé par différentes parties prenantes à l'entreprise : banque, industrie, salariés, institutions publiques), d'autre part.

Le modèle de type shareholder

Le modèle de type *shareholder* constitue le mode de régulation de référence dans les pays anglo-saxons. Dans ce modèle, le besoin de capital des entreprises est satisfait par une forte atomisation des actionnaires et par l'existence d'un marché financier très développé. Les dirigeants salariés sont *a priori* tout puissants face à ces actionnaires dispersés.

Le contrôle de l'action des dirigeants n'est en effet pas exercé à travers les institutions juridiques de gouvernement des entreprises (assemblées générales d'actionnaires, *board of directors*). Les actionnaires individuels ont peu de poids lors des assemblées générales, les membres extérieurs du conseil sont nommés sur proposition des dirigeants qui les choisissent dans leur propre réseau de pairs. Les conditions sont donc réunies pour voir se développer des entreprises de type managérial.

La régulation du comportement opportuniste des dirigeants concernés est alors censée s'effectuer de manière externe sur le marché de la prise de contrôle d'entreprises⁶. Lorsque la performance économique d'une entreprise n'est pas satisfaisante, les actionnaires sont incités à céder leurs titres, faisant de l'entreprise une cible potentielle d'OPA inamicale. Si elle apparaît suffisamment crédible, cette menace doit inciter les dirigeants à réaligner la stratégie de l'entreprise et les politiques opérationnelles sur l'objectif de création de valeur pour les actionnaires. Si nécessaire, la menace peut se concrétiser, l'entreprise devenant la cible d'un *raider* ou d'un concurrent. La prise de contrôle de la cible s'accompagne généralement de l'éviction de l'équipe dirigeante, les nouveaux venus cherchant à exploiter les gisements de création de valeur actionnariale existants par une amélioration de l'efficacité opérationnelle ou par la réalisation de restructurations stratégiques. Les phénomènes de réputation sur le marché du travail des dirigeants viennent renforcer l'efficacité de ce mode de régulation.

L'efficacité théorique de ce mode de régulation repose donc sur l'efficacité du marché pour la prise de contrôle des entreprises : absence de mesures anti-OPA telles que l'existence de pilules empoisonnées, transparence de l'information financière...

Le modèle de type stakeholder

Dans le modèle de type *stakeholder*, les marchés financiers sont peu développés. Les besoins en capital de l'entreprise sont alors satisfaits par l'apport de « gros » actionnaires, encore appelés actionnaires de référence, et à ce titre détenteurs de blocs de contrôle. Ces gros actionnaires (banques en Allemagne, institutions financières publiques ou privées et entreprises industrielles en France) protègent les équipes dirigeantes en place de la menace d'OPA hostile mais exercent en contrepartie un contrôle continu sur leurs actions.

Cependant, ces gros actionnaires ne sont pas les seuls à pouvoir exercer leur contrôle. Les statuts de l'entreprise peuvent amener d'autres parties prenantes (banques, syndicats, clients...) à exercer également un contrôle sur les dirigeants. Ceux-ci sont beaucoup plus enclins que dans le modèle de type *shareholder* à ménager divers types d'intérêts. La création de valeur actionnariale n'est pas l'unique objectif assigné à ces dirigeants.

Dans ce modèle, le marché financier joue un rôle tout à fait secondaire. Le processus d'allocation de ressources tant financières qu'humaines relève alors plus d'une gestion interne aux entreprises que de mécanismes de marché, les conseils de surveillance ayant pour charge de préserver l'équilibre interne entre les différentes parties prenantes. Les entreprises elles-mêmes s'intègrent dans des réseaux qui leur permettent de développer des relations clients/fournisseurs sur la base de contrats implicites favorisant le long terme. Le capitalisme rhénan, structuré autour des relations banque/industrie et ménageant le dialogue social dans l'entreprise constitue un exemple typique de ce modèle de gouvernement d'entreprise.

L'efficacité théorique de ce mode de régulation repose sur un appareil juridique définissant précisément le rôle des différentes parties prenantes et sur les capacités des instances représentatives correspondantes à mener des décisions dans l'intérêt même de leurs mandants.

*LES LIMITES DES MODÈLES TRADITIONNELS
FACE AU POUVOIR DES DIRIGEANTS SALARIÉS*

Des analyses institutionnelles et sociologiques montrent qu'en pratique, dans chacun des deux contextes dans lesquels les deux modèles de gouvernement d'entreprise devraient en théorie s'appliquer, les dirigeants ont pu développer une grande latitude discrétionnaire vis-à-vis des dispositifs de contrôle internes ou externes et développer des stratégies visant principalement la satisfaction de leurs propres objectifs (construction d'« empires », taille et diversification extrêmes de l'entreprise, avantages matériels excessifs...).

Les limites du modèle shareholder

La régulation externe du comportement des dirigeants à travers la menace d'OPA inamicale et le marché de la prise de contrôle d'entreprises constitue l'élément central dans le modèle de type *shareholder*. Plusieurs analyses ont montré qu'aux États-Unis les dirigeants d'entreprises sont longtemps parvenus à mettre en place des protections efficaces vis-à-vis des marchés financiers⁷.

Les obstacles ayant empêché le libre jeu des modes de régulation externe ont une double origine.

En premier lieu, selon Mark Roe⁸, la dispersion de l'actionnariat aux États-Unis ne s'explique pas uniquement par des considérations techniques ou financières (la possibilité d'augmenter la taille de l'entreprise pour bénéficier d'économies d'échelle impliquant l'ouverture du capital de l'entreprise à de nombreux investisseurs et le transfert du pouvoir décisionnel des actionnaires vers les managers professionnels) mais aussi par des considérations politiques. Suite aux désordres financiers de la crise de 1929, l'opinion publique aux États-Unis a constamment été hostile à la montée en puissance d'investisseurs institutionnels (banques, compagnies d'assurance, *mutual funds* et fonds de pension) dans le capital des grandes entreprises. En effet, une croyance populaire attribue les causes de la crise de 1929 au comportement spéculatif des banques qui détenaient alors d'importantes participations dans les entreprises industrielles. La pression de l'opinion publique a conduit le pouvoir politique à mettre en place un cadre législatif organisant pour longtemps la dispersion de l'actionnariat, les possibilités pour les institutionnels de détenir des participations dans les entreprises ou de peser sur les décisions des dirigeants étant particulièrement réduites. Les lois les plus restrictives ont été adoptées en 1933 et 1934 dans le cadre du « *New Deal* » : séparation stricte entre banques commerciales et banques d'investissement, interdiction pour les banques commerciales de détenir des blocs de contrôle, interdiction pour les compagnies d'assurance de détenir des actions.

Par ailleurs, les dirigeants des entreprises ont agi en tant que groupe d'intérêt pour empêcher toute évolution du cadre juridique susceptible de favoriser la montée en puissance d'investisseurs institutionnels. De manière générale, les stratégies déployées visaient à assurer la mise en place d'une législation protégeant les équipes dirigeantes en place des marchés financiers, en organisant la dispersion de l'actionnariat institutionnel, d'une part, et en limitant les possibilités d'OPA hostile, d'autre part. La mise en place de protections efficaces vis-à-vis des marchés financiers a conduit à des phénomènes de passager clandestin ou de hold-up (appropriation par les dirigeants de rémunérations excessives sans relation avec la performance boursière de l'entreprise - voir par exemple Disney⁹).

Les limites du modèle stakeholder

Les limites des mécanismes de contrôle dans les modèles de gouvernement de type *stakeholder* ont été largement soulignées. Au cours de la précédente décennie, les scandales financiers retentissants du Crédit Lyonnais en France, et de Philipp Holzmann en Allemagne, constituent des exemples emblématiques des dérives auxquelles les modes de régulation de type *stakeholder* peuvent conduire. En France, le caractère diffus du contrôle résulte notamment de la forte imbrication entre pouvoir politique et pouvoir managérial, due notamment au système de formation et de recrutement des élites¹⁰ et au poids historique de l'État dans le capital des grandes entreprises industrielles et des institutions financières. En Allemagne, la représentation obligatoire des salariés ou des syndicats dans les conseils de surveillance a parfois conduit en pratique à une perte de substance des délibérations conduites dans ces organes de contrôle. Les questions majeures ont tendance à être traitées et résolues de manière informelle dans le cadre des relations interpersonnelles entre les dirigeants de l'entreprise et les représentants des actionnaires de référence, parmi lesquels la banque principale occupe une place prééminente. Comme cette dernière est surtout intéressée par les relations commerciales qu'elle entretient avec l'entreprise qui lui est apparentée, le risque existe que le contrôle actionnarial sur les décisions stratégiques ou opérationnelles de l'entreprise soit, en pratique, peu ou mal exercé.

De manière générale, les systèmes capitalistes répondant au modèle *stakeholder* (capitalisme rhénan, capitalisme « à la française » de noyaux durs et de participations croisées) se caractérisent par la faible transparence des entreprises vis-à-vis des actionnaires minoritaires, ce qui est une contrainte très forte à l'accroissement de la part des investisseurs institutionnels dans le capital des entreprises, et par un contrôle diffus des dirigeants insérés dans un système souvent complexe d'intérêts croisés. Les difficultés économiques rencontrées par plusieurs pays dont les systèmes relèvent du modèle *stakeholder* (Allemagne, France, mais aussi Japon ou Corée du Sud) ont contribué à mettre en cause la pertinence de ce mode de gouvernement.

*UNE HYPOTHÈSE DE CONVERGENCE
VERS UN MODÈLE DE GOUVERNEMENT
AVEC ACTIONNAIRES MINORITAIRES FORTS
ET UNE PLURALITÉ D'OBJECTIFS POUR L'ENTREPRISE*

La montée en puissance des fonds d'investissement anglo-saxons (fonds de pension et *mutual funds*) aux États-Unis puis en Europe continentale et les évolutions récentes de l'environnement économique et institutionnel conduisent à formuler l'hypothèse d'une double convergence

des modèles traditionnels de gouvernement des entreprises vers un modèle hybride caractérisé, d'une part, par la présence d'actionnaires minoritaires forts et, d'autre part, par une certaine pluralité d'objectifs pour l'entreprise. Les caractéristiques de ce modèle sont présentées dans cette partie ; les principaux facteurs pratiques de convergence sont détaillés dans la partie suivante.

Le contrôle exercé par les fonds d'investissement sur le comportement des entreprises s'apparente à un contrôle externe, caractéristique de la situation d'un actionnaire minoritaire dans le modèle *shareholder*. À l'exception des fonds spéculatifs gérés par des raiders, qui ne présentent qu'une très faible partie de l'ensemble des actifs gérés par les fonds d'investissement, les responsables de fonds n'ont pas vocation à intervenir directement dans la gestion opérationnelle ou dans les orientations stratégiques des entreprises dans lesquelles ils investissent. Les contraintes juridiques et réglementaires et les caractéristiques concurrentielles de l'industrie des fonds d'investissement les conduisent à rechercher de manière prioritaire une valorisation maximale de leur portefeuille couplée à une diversification des risques. Leurs attentes vis-à-vis des dirigeants des entreprises s'expriment par rapport à cet objectif financier de gestion du couple rentabilité/risque. Les principes de « bon » gouvernement, et les codes de bonne conduite, dont les gestionnaires de fonds d'investissement cherchent à assurer la diffusion, peuvent tous être rapportés à cet objectif : principes de transparence, de responsabilité des dirigeants, d'égalité entre actionnaires.

Toutefois, les fonds d'investissement se distinguent des actionnaires minoritaires du modèle *shareholder* sur deux aspects. Ils ont intérêt à développer un comportement actif pour assurer la prise en compte de leurs objectifs par les dirigeants des entreprises, d'une part, et ont les moyens d'assurer le succès des actions qu'ils mettent en œuvre, d'autre part. En ce sens, d'un point de vue théorique, la prise en compte par les dirigeants des entreprises des objectifs d'un actionnaire de référence peut être analysée comme un emprunt au modèle de type de *stakeholder*.

En effet, le problème d'action collective ne se pose pas pour les fonds d'investissement dans les mêmes termes que lorsque l'actionnariat est atomisé, situation qui prévaut dans le cadre du modèle de type *shareholder*.

En premier lieu, les fonds d'investissement anglo-saxons, au moins sur leur marché domestique, ne peuvent se contenter d'exprimer leur mécontentement vis-à-vis de la gestion d'une entreprise en l'écartant de leur portefeuille d'investissement, donc de s'en remettre au marché de la prise de contrôle d'entreprises pour discipliner l'action des dirigeants. Dans l'hypothèse où le fonds d'investissement détient déjà une participation dans l'entreprise dont la gestion opérationnelle ou stratégique est jugée peu conforme aux attentes des actionnaires, remettre les titres sur



le marché impliquerait la constatation d'une moins-value, donc une baisse immédiate de la performance apparente du fonds, baisse d'autant plus importante que les gérants de fonds d'investissement ont tendance à adopter en matière d'achat et de cession de titres un comportement moutonnier. De plus, ne pas investir dans les titres des entreprises dont les dirigeants ne se conforment pas aux principes de « bon » gouvernement conduirait à renoncer à une sur-rentabilité potentielle, beaucoup plus probable pour ces entreprises que pour celles déjà correctement valorisées par le marché. Ces différents éléments militent pour l'adoption d'un comportement activiste par les dirigeants de fonds d'investissement. De plus, par rapport à des actionnaires minoritaires individuels isolés, les fonds d'investissement sont susceptibles de mobiliser les ressources nécessaires pour peser sur les comportements des dirigeants d'entreprises. La mise en œuvre de comportements activistes s'effectue à titre collectif dans le cadre d'institutions organisées autour de la défense d'un intérêt (fonds de pension en particulier). Dans les deux cas, l'arbitrage coûts/bénéfices attendus peut conduire les fonds d'investissement à exercer un contrôle sur l'action des dirigeants des entreprises et à s'imposer comme un interlocuteur privilégié. L'activisme déployé peut prendre la forme d'actions ciblées en direction de certaines entreprises, ou consister à agir pour modifier les « règles du jeu », c'est-à-dire favoriser l'adoption générale par les entreprises des principes de « bon » gouvernement, que cette adoption résulte d'une auto-régulation du comportement des entreprises ou qu'elle soit imposée par la loi. L'activisme des fonds d'investissement se développe ainsi auprès des dirigeants des entreprises, mais aussi des institutions publiques et de l'opinion.

12

On peut se demander si cet activisme de ces actionnaires minoritaires forts ne va pas conduire à une dérive semblable à celle constatée dans le cas du modèle *stakeholder* : recherche d'intérêts privés au détriment de certains actionnaires ; par exemple, on pourrait penser que certains fonds pourraient privilégier certaines entreprises dans le but de s'assurer la gestion des plans d'épargne-retraite de ces mêmes entreprises. En fait, plusieurs éléments font penser que ce risque restera limité : d'une part, les prises de participation de la plupart des fonds institutionnels sont souvent auto-contraintes par des seuils très bas (quelques %), d'autre part, les autorités de contrôle veillent à ce que des principes stricts d'égalité soient maintenus entre tous les investisseurs, quelle que soit leur taille ou leur puissance. On peut donc dire que le ré-équilibre de la relation se fait entre les dirigeants et l'ensemble des actionnaires ; à ce titre, la situation décrite correspond donc bien à un hybride entre les deux modèles.

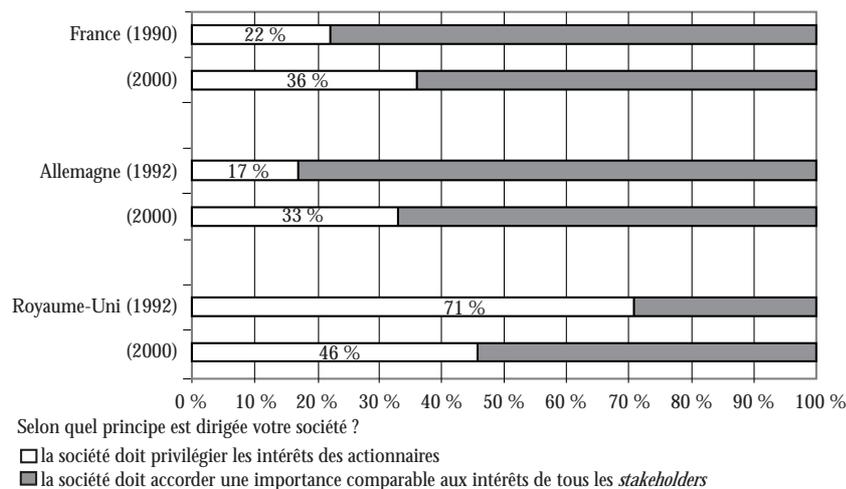
Le modèle de gouvernement d'entreprise que nous proposons constitue également un hybride à un autre titre. En effet, l'objectif strictement financier poursuivi par les gestionnaires de fonds devra aussi selon nous

s'accommoder de plus en plus de considérations éthiques ou environnementales. Ces considérations, portées au départ de manière idiosyncratique par des fonds religieux marginaux, prennent une place plus importante et attirent une communauté d'investisseurs de plus en plus large (les fonds « éthiques » représentent en 2000 plus de 10 % de la capitalisation boursière américaine !). Les médias, se saisissant à leur tour de ces thèmes, peuvent mobiliser l'opinion publique et constituer à ce titre, à côté des marchés (marchés financiers et marchés réels) une force de contrôle du comportement des dirigeants. Par ailleurs l'intervention de l'État, prenant en charge des objectifs sociaux et environnementaux, s'inscrit dans la même tendance de diversification des enjeux que les dirigeants d'entreprises doivent prendre en compte.

Cette diversification des enjeux constitue une caractéristique du modèle de gouvernement de type *stakeholder*. Mais le fait que les pressions pour la satisfaction de ces objectifs passent par des voies externes (« *sunshine regulation* » ou voie réglementaire) et non plus internes (rapports de forces plus ou moins opaques) donne une publicité aux décisions correspondantes qui nous rapproche plutôt du modèle *shareholder*.

Les résultats d'une enquête auprès de dirigeants d'entreprise menée en Allemagne, en France et en Grande-Bretagne quant aux principes de base qui doivent dicter l'action de ces dirigeants sont particulièrement révélateurs de la pluralité des objectifs et d'un processus de convergence entre les deux extrêmes. Reproduits à l'identique à une dizaine d'années d'écart, les réponses au questionnaire montrent une évolution de type *shareholder* en Allemagne et en France et une évolution inverse de type *stakeholder* en Grande-Bretagne (voir tableau n°1).

Tableau n°1
Évolution comparative du principe de gouvernement d'entreprise¹¹



La caractéristique de pluralité des objectifs de l'entreprise contemporaine qui se dégage de cette enquête témoigne d'une transformation plus large qui est l'émergence d'une « économie de parties prenantes »¹², dans laquelle c'est maintenant toute la société civile qui est devenue attentive à l'évolution économique, et qui peut être amenée à s'exprimer et à exercer des pressions, notamment par l'intermédiaire d'organisations non gouvernementales (ONG) de plus en plus actives à l'échelle internationale.

LES FORCES PUISSANTES AYANT INTÉRÊT A LA CONVERGENCE

L'identification d'un modèle hybride empruntant à la fois aux modèles de type *stakeholder* et de type *shareholder* ne constitue qu'un élément de notre hypothèse. Nous devons maintenant essayer de démontrer que des forces puissantes concourent à la convergence vers cet hybride. Ces forces sont à notre sens au nombre de trois : l'internationalisation des marchés financiers, la globalisation des stratégies des firmes, et l'émergence d'une réglementation internationale.

L'internationalisation du marché financier

14

C'est le facteur le plus couramment mis en avant. Les conditions qui ont présidé à cette internationalisation peuvent varier selon les pays¹³ mais la libre circulation des capitaux est devenue la pratique courante.

Certes cette internationalisation pourrait faire marche arrière¹⁴ mais elle s'accompagne d'un certain nombre de changements structurels irréversibles.

Ainsi la gestion de l'épargne¹⁵ s'est fortement professionnalisée même au sein des banques et compagnies d'assurances d'Europe continentale. Celles-ci ont externalisé leurs départements de gestion d'actifs, les libérant des contraintes liées à la relation banque-industrie en Allemagne ou à l'existence de participations croisées en France. Des sociétés d'assurances comme Allianz ou Axa sont exemplaires à cet égard : non seulement les gestionnaires d'actifs sont totalement déconnectés des gestionnaires de polices d'assurance mais toute subvention croisée entre les différents métiers est activement pourchassée. Des techniques internes sophistiquées sont utilisées pour allouer les fonds propres et déterminer des objectifs de rentabilité par métiers en fonction des risques spécifiques associés à chacun d'eux. Ces sociétés qui avaient coutume d'apparaître comme actionnaires de référence pour les entreprises (au titre de membres de noyaux durs ou de leader dans une relation banque-industrie) ont fait part de leur intention de rendre leurs positions plus liquides.

Le métier d'analyste financier a lui aussi changé de nature, les spécialisations par secteur d'activités se substituant aux généralistes travaillant

par pays. Ces analystes, qu'il s'agisse des analystes *buy-side* ou *sell-side*, sont devenus de véritables professionnels de leur secteur : ils ne se contentent pas de suivre les performances financières des entreprises mais donnent leur avis sur son orientation stratégique, sur l'opportunité de telle ou telle acquisition, sur l'intérêt d'une cession éventuelle. L'information financière publiée par les entreprises favorise de telles analyses, elle est en effet de plus en plus détaillée, décomposant la performance par activités et par zones géographiques. Invités à participer plusieurs fois par an à des réunions publiques destinées à présenter de nouveaux produits ou de nouveaux procédés, les analystes connaissent personnellement plusieurs dirigeants de chaque entreprise et n'hésitent pas à appeler plusieurs fois par mois leur directeur financier. Les avis formulés par les analystes *sell-side*, sont à la base du consensus de marché, consensus qui constitue une référence par rapport à laquelle toute entreprise doit en permanence se situer. On parle même, à ce sujet, d'une véritable « dictature des marchés financiers ».

Sans aller jusqu'à penser que les marchés financiers imposent toujours leurs visions et leurs exigences aux entreprises, il est clair que celles-ci ne peuvent pour autant les négliger sous peine de risquer de devenir la proie de concurrents agressifs. Les politiques de diversification du portefeuille « global » mises en place par les fonds d'investissement, en privilégiant la dimension sectorielle par rapport à la dimension géographique, renforce encore leur influence sur des entreprises, mises ainsi directement en concurrence quelle que soit leur implantation.

On peut ainsi retenir une hypothèse de convergence forte dans les pratiques financières, convergence qui permet l'exercice d'un pouvoir de la part d'actionnaires certes minoritaires, en l'occurrence les fonds institutionnels, mais actionnaires puissants car partageant les mêmes critères d'évaluation et de jugements que ceux utilisés de plus en plus uniformément par les analystes.

La globalisation de la stratégie des firmes

L'internationalisation des firmes n'est pas un phénomène récent. Après tout, des entreprises comme General Motors ou Unilever se sont internationalisées dès le début du siècle. Cependant le phénomène en cours est très différent de celui qui prévalait à l'époque¹⁶. Les premières vagues d'internationalisation correspondaient à des stratégies d'entrée dans des oligopoles locaux, chaque marché national restant plus ou moins indépendant quant à son fonctionnement concurrentiel, pour des raisons de normes techniques, pour des raisons de préférence des consommateurs, mais aussi parce que ce découpage était très favorable au maintien d'un certain pouvoir de marché. Un tel schéma s'est maintenu en Europe jusque dans un passé récent, tout au moins dans certains secteurs. La



constitution du marché unique européen a accéléré une mutation vers des stratégies plus globales conduisant à des restructurations industrielles et commerciales majeures (recherche d'économies d'échelles, différenciation « retardée » des produits autorisant la poursuite de ces économies d'échelles autour d'éléments communs, mise en place de plateforme logistique européenne...).

Les stratégies industrielles et commerciales des firmes ne se fondent donc plus sur les espaces nationaux mais sur des zones géographiques beaucoup plus vastes, quelquefois directement au niveau mondial. Les grandes firmes multinationales traditionnelles se sont transformées en réseaux mondiaux d'entreprises¹⁷. Les interdépendances qui en résultent créent des faisceaux d'échanges non seulement en termes de biens physiques et/ou financiers, mais aussi en termes d'informations et de savoir-faire. L'un des points majeurs qui accompagne cette évolution concerne le recentrage des firmes : Danone ou Alcatel illustrent bien cette stratégie. Parties d'un portefeuille diversifié constitué parfois d'acquisitions opportunistes, ces deux entreprises se sont recentrées sur des métiers bien délimités avec l'objectif avoué d'y devenir des leaders mondiaux. La poursuite de ces stratégies nécessite des opérations financières qui ne peuvent se faire qu'avec la bienveillance des marchés financiers : leur développement à l'étranger par acquisition ou prise de participation se faisant souvent par échange d'actions.

Les entreprises développent aussi une sorte de culture interne qui s'abstrait peu à peu des spécificités nationales : les conseils d'administration incluent des étrangers, les comités de direction se libèrent des filières nationales de recrutement, les normes de rémunération doivent répondre à des principes communs¹⁸.

Par leur comportement, les dirigeants tendraient donc à renforcer l'emprise du marché financier sur leur entreprise¹⁹. Finalement, on peut même se demander si ces dirigeants ne trouveraient pas dans cette pression des marchés financiers les moyens de renforcer en interne leur propre pouvoir (poursuite d'une stratégie plus offensive et plus stimulante sur le plan personnel, rémunération fortement accrue) même si ce pouvoir induisait un risque plus élevé d'être évincé de son poste. Une telle convergence d'intérêts provient selon nous d'un climat généralisé de concurrence sur le plan international. Dans un tel climat, certains patrons tireraient parti des demandes externes pour justifier en interne certaines actions impopulaires (recentrage, précarité de l'emploi...).

À ce stade de notre démonstration, on peut se demander s'il n'existe pas un risque de dérive dans notre modèle, risque dans lequel les deux forces précédemment identifiées se renforceraient l'une l'autre en entrant dans un cercle de surenchère en vue de réaliser des objectifs financiers qui s'avèreraient finalement non soutenables. Le cas de la bulle

Internet illustre un tel risque : d'une part, des analystes financiers suscitant un comportement moutonnier tout en reconnaissant une certaine incapacité à porter un jugement économique sur ces activités et, d'autre part, un encouragement au *hold up* vis-à-vis d'actionnaires naïfs de la part de dirigeants (et de collaborateurs) rémunérés par *stock options* dans un contexte peu transparent²⁰. Nous pensons qu'il s'agit là d'un cas extrême qui n'est pas de nature à remettre en cause notre hypothèse.

La troisième force que nous allons identifier va d'ailleurs à l'encontre de telles dérives, en introduisant d'autres acteurs elle évite l'escalade marché financier/dirigeants d'entreprises.

L'émergence progressive d'une nouvelle régulation internationale

Le pouvoir politique peut, de manière schématique, adopter deux attitudes face à cette évolution : il peut soit chercher à intervenir directement, soit essayer de se reconstruire comme force réglementaire mais cette fois à un niveau international (en l'occurrence soit au niveau européen ou au niveau mondial). Cette seconde démarche s'impose progressivement dans la mesure où les régulations strictement nationales deviennent inefficaces face aux stratégies globales des principaux acteurs privés, industriels et financiers.

Les démarches sont encore hésitantes. Par exemple, les réactions populaires très fortes suscitées par des événements très médiatisés n'ont pas manqué de faire revenir à un interventionnisme direct au moins dans certains pays²¹. Cependant on peut également penser que les forces sociales et politiques sont maintenant capables de s'organiser sur le plan international pour faire contrepoids aux forces économiques.

L'échec de l'OMC à Seattle en décembre 1999, faisant suite à l'échec de l'Accord multilatéral sur l'investissement (AMI) en 1998, seraient alors des étapes constructives vers une prise en compte de nouvelles dimensions et de nouvelles formes de régulation qui finalement consolideraient l'internationalisation en cours.

Comme témoignage de ce processus général, plusieurs éléments qui concernent directement le gouvernement d'entreprise peuvent être mis en avant : la mise en place de règles prudentielles communes (c'est-à-dire des règles destinées à limiter la prise de risques des investisseurs), le recours de plus en plus systématique à des normes comptables internationales²², des tentatives d'harmonisation fiscale et du droit des sociétés qui finiront par aboutir, au moins au niveau européen, à l'établissement de benchmarks internationaux permettant de suivre l'évolution de tel ou tel pays eu égard à des enjeux précis (comme les droits de vote, le respect des minoritaires)...

Une place particulière doit être faite dans notre analyse au rôle des autorités de contrôle (autorités boursières et autorités de droit de la



concurrence) et à l'harmonisation internationale des comportements en la matière. La place croissante de ces autorités contribue à la fois au renforcement du contrôle externe et à l'établissement progressif de principes fondant une sorte de *common law* en matière de droit des sociétés, même si les droits en la matière sont encore loin d'être harmonisés. Ainsi, en France, la création dès 1967 de la Commission des opérations de bourse (COB), sur le modèle de la Securities Exchange Commission américaine, marque l'influence des États-Unis sur la régulation boursière. Il est intéressant de noter que l'ordonnance de 1967 instituant la COB a été édictée un an seulement après le vote de la loi française de 1966, laquelle organisait le droit des sociétés sur des bases différentes du modèle américain²³.

Enfin, dernière pièce de notre réflexion, le développement des fonds éthiques dans la capitalisation des entreprises témoigne, d'une part, du poids de plus en plus important de critères non strictement financiers et, d'autre part, d'une certaine approche commune sur le plan international. Ces fonds avaient adopté au départ des positions très spécifiques, par exemple associés au contexte de lutte contre les industries du « péché » aux États-Unis (jeux, alcool...) ou encore le soutien direct à l'emploi en France (fonds dits de « partage » ou « solidaires »). L'évolution récente de ces fonds ne correspond plus du tout à cette image historiquement datée, les critères se sont ouverts à des « enjeux de société » (droits de l'homme, environnement...) susceptibles d'attirer une clientèle d'épargnants beaucoup plus large. D'ailleurs, la plupart des fonds d'investissement offrent maintenant des fonds spécialisés labellisés « éthiques ». Les entreprises sont analysées par des instituts indépendants eu égard à une batterie de critères et la pratique de ces instituts s'internationalise. À titre d'exemple, l'institut Arese (Agence de rating social et environnemental sur les entreprises), qui est l'institut le plus actif en la matière en France, a été cofondateur en juin 2000 du SIRI (Sustainable investment research international), réseau qui regroupe 12 agences d'évaluation comparables à Arese en Amérique du Nord, au Japon et en Europe.

Les éléments sont donc réunis pour que la pluralité des objectifs deviennent un enjeu majeur pour les dirigeants et les investisseurs. Ceux-ci ne peuvent rester dans un tête-à-tête potentiellement dangereux mais doivent tenir compte de forces puissantes pesant de tout leur poids pour la prise en compte de comportements « socialement responsables ». Ces forces développent un cadre réglementaire ou des codes de bonne conduite qui deviennent de plus en plus difficiles à contourner.

LES FREINS À LA CONVERGENCE VERS LE MODÈLE HYBRIDE

À côté des forces jouant dans le sens d'une convergence des modèles de gouvernance qui viennent d'être présentés, il existe également des facteurs



susceptibles de tempérer une telle évolution. Il s'agit essentiellement de l'environnement institutionnel et légal des entreprises qui affecte directement leur fonctionnement et dont les principaux éléments sont le droit des sociétés, la fiscalité, les procédures de négociations collectives et le système de protection sociale. Fruit d'une histoire et de préférences sociales propres à chaque pays, ces institutions ont un ancrage local fort et pourraient garder des spécificités nationales qui joueront comme un frein à la convergence vers un modèle unifié de gouvernement d'entreprise. Pour s'en convaincre, il suffit d'évoquer la loi française (débatte au printemps 2001) sur « la régulation sociale » concernant les procédures de licenciement qui contient des dispositions très différentes de celles prévalant dans la plupart des pays industrialisés. De même, les difficultés rencontrées par les pays européens pour harmoniser leur cadre institutionnel et légal dans le contexte du marché unique montrent l'importance des spécificités nationales en ce domaine. Il est également révélateur, à cet égard, que le texte adopté au sommet européen des chefs d'États et de Gouvernements de Nice (décembre 2000), qui institue la notion de « société européenne », donne la possibilité aux entreprises de se référer aux dispositions nationales en matière de droit des sociétés.

Les théories économiques, dans leur majorité, postulent que les configurations institutionnelles les plus efficaces finiront par s'imposer du simple fait de la mise en concurrence des divers espaces nationaux. Or il existe une dépendance au sentier dès lors qu'il est question des normes légales et des institutions²⁴. Cela signifie que l'évolution du gouvernement d'entreprise sera progressive et différente selon les pays en fonction des mutations institutionnelles. Ainsi, en Europe, la France a pris de l'avance sous l'effet des privatisations qui ont rapidement donné un poids considérable aux investisseurs étrangers ; à son tour, l'Allemagne rattrape son retard, la réforme de la fiscalité des plus-values devant jouer un rôle d'accélérateur. Le modèle de gouvernance vers lequel chaque pays convergera dépend également du point de départ : il est probable, à cet égard, que le processus d'hybridation évoqué plus haut donne des résultats différents selon que le modèle initial est du type *stakeholder* ou *shareholder*. D'une manière générale, la convergence de la gouvernance des entreprises vers certaines caractéristiques communes ne signifie pas nécessairement que le système de gouvernance dans son ensemble basculera vers un modèle unique²⁵.

En conclusion, il convient d'interpréter avec prudence l'hypothèse de double convergence proposée dans cet article : il apparaît raisonnable de supposer que le modèle de gouvernance dominant dans les grandes entreprises s'apparentera à l'avenir au modèle de gouvernement, décrit plus haut, avec actionnaire minoritaire fort qui résulte d'une hybridation des modèles traditionnels *stakeholder* et *shareholder*. Mais cette hypothèse



est compatible avec l'idée qu'il existera des variantes de ce modèle dominant dans la mesure où l'environnement institutionnel et légal des entreprises gardera des différences significatives à l'échelle des espaces nationaux ou régionaux.

NOTES

1. Par exemple Roe, 1990 et 1994
2. Par exemple Morin, 1998
3. Cet article reprend les conclusions d'une étude menée récemment concernant l'impact des investisseurs étrangers sur les entreprises françaises pour le compte de la Direction générale de l'industrie, des technologies de l'information et des postes (Digitip) du ministère de l'Économie, des Finances et l'Industrie sur proposition de la Commission permanente de concertation pour l'industrie ; pour un résumé de l'étude voir Le 4 Pages du Sessi, N° 148, juin 2001.
4. Ces problèmes ont été analysés dès le début des années 1930 aux États-Unis par Berle et Means, 1932.
5. Sur l'émergence de la grande entreprise aux États-Unis, voir Chandler, 1977.
6. Le modèle de gouvernement externe de l'entreprise managériale en situation d'actionnariat atomisé constitue le cadre de référence de la théorie classique de l'agence - voir par exemple : Jensen et Meckling, 1976 ; Jensen, 1986 ; ainsi que Fama et Jensen, 1983.
7. Voir en particulier les travaux de Roe, 1990 ; et l'article de Davis et Thompson, 1994.
8. Roe (1994), op.cit.
9. Rappaport, 1986, 1998.
10. Voir notamment, pour la France, les travaux menés par Bourdieu et (de) Saint-Martin, 1978, d'une part ; et Bauer et Bertin-Mouro, 1987, d'autre part.
11. Ce tableau est extrait de Gehrke (2000), il s'appuie sur deux enquêtes respectivement : enquête Yoshimori (1995) (Royaume-Uni : 78 entreprises, France : 50 entreprises, Allemagne 110 entreprises) ; enquête Horváth et al (2001) (Royaume-Uni : 30 entreprises, France 32 entreprises, Allemagne : 49 entreprises). La question posée aux entreprises par Yoshimori et Horváth et al était identique.
12. Selon l'expression de Michel Capron (1999).
13. L'État français a par exemple joué un rôle important dans la modernisation de la Place financière de Paris et la désintermédiation pour faciliter la gestion de la dette publique (Plihon, 1996).
14. Par exemple si des mécanismes de taxation des mouvements de capitaux se mettaient en place.
15. L'activité des banques d'affaires s'est internationalisée, notamment, pour accompagner les mouvements de fusion transfrontaliers ; cette internationalisation touche maintenant l'ensemble des activités bancaires (et des compagnies d'assurances comme, par exemple, Axa ou Allianz).
16. Voir Vernon (1966) et Dunning (1988), pour l'analyse traditionnelle du processus d'internationalisation des firmes.
17. Selon l'analyse de Reich (1997) ; voir Ponsard (1997), pour des analyses spécifiques au contexte du marché unique européen.
18. Mottis et Ponsard (2000).
19. Cette thèse a notamment été développée à propos des grands patrons en Allemagne, voir Gehrke (2000) et Vitols (2000).
20. Cette analyse est notamment développée dans Saulpic et Tanguy (2000).
21. Affaires Michelin ou Jaffré en France (septembre 1999), et affaires Danone ou Marks and Spencer début 2001 ; affaire Philipp Holzmann en Allemagne (novembre 1999).
22. Il est intéressant de noter que les normes de l'IASC correspondent à une initiative privée et donc que le pouvoir d'organisation ne relève pas forcément de la concertation entre gouvernements, même si de nombreuses actions en dépendent bien évidemment.
23. Frison Roche (2000).
24. Comme l'ont montré Roe, 1994 déjà cité et Aoki, 1997.
25. Geoffron, 1999.

BIBLIOGRAPHIE

- AOKI, M. (1997), « National diversity of corporate governance and the global standard », Fifth International Conference Europe - Japan.
- BAUER, M. ET BERTIN-MOUROT B. (1987), Les 200. Comment devient-on un grand patron ?, Seuil, Paris.
- BERLE A. A., MEANS G. C. (1995), The Modern Corporation and Private Property, MacMillan, (1^{ère} édition 1932).
- BOURDIEU, P., SAINT-MARTIN (de), M. (1978), « Le patronat », *Actes de la Recherche en Sciences Sociales*, n°20-21, mars-avril.
- CAPRON M. (1999), « Grandes et petites manœuvres autour de l'éthique de l'entreprise », *Cadres-CFDT*, n° 390.
- CHANDLER A. (1977), The Visible Hand. The Managerial Revolution in American Business, Harvard University Press.
- DAVIS G. F., THOMPSON T. T. (1994), « A Social Movement Perspective on Corporate Control », *Administrative Science Quarterly*, vol.39.
- DUNNING J. H. (1988), Explaining international production, Unwin Hyman, Londres.
- FAMA E.F., JENSEN M. C. (1983), « Separation of Ownership and Control », *Journal of Law and Economics*, n°26.
- FRISON ROCHE M.-A. (2000), « Le droit français des sociétés entre corporate governance et culture de marché », rapport d'étude « L'impact des investisseurs étrangers sur les entreprises françaises », Digitip, octobre.
- GEHRKE I. (2000), « Valeur actionnariale : le rattrapage de l'Allemagne », rapport d'étude « L'impact des investisseurs étrangers sur les entreprises françaises », Digitip, octobre.
- GEOFFRON P. (1999), « Quelles limites à la convergence des modèles de corporate governance ? », *Revue d'Économie Industrielle*, n° 90, 4^{ème} trimestre.
- HORVÁTH P., HINTERHUBER H., GEHRKE I., LYNE S., MINNING F., GENOVESE G. (2000), « Innovative Controllershship Concepts in Corporate Practice - An International Comparison Between Germany, Great Britain, France, Italy », *Working paper*, Universität Stuttgart.
- JENSEN M. C. ET MECKLING W. H. (1976), « Theory of the firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure », *Journal of Financial Economics*, vol. 3, October.
- JENSEN M. C. (1986), « Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers », *American Economic Review*, vol.76, n°2, May.
- MORIN F. (1998), *Le modèle français de détention et de gestion du capital*, Les Éditions de Bercy.
- MOTTIS N., PONSSARD J.P. (2000) « Création de valeur et politiques de rémunération : enjeux et pratiques », *Gérer et Comprendre*, Juin, 78 :90.
- PLIHON D. (1996), « Déséquilibres mondiaux et instabilité financière, la responsabilité des politiques libérales », in *La mondialisation financière, genèse, coûts et enjeux*, F. Chesnais ed., Syros, Paris.
- PONSSARD J.-P. (1997), *Concurrence internationale, croissance et emploi, théories économiques et expériences industrielles*, L'Harmattan, Paris.
- RAPPAPORT A. (1986), Creating Shareholder Value, Free Press (voir également la nouvelle édition, 1998)
- REICH R. (1997), *L'économie mondialisée*, traduction française, Dunod, Paris.
- ROE M. (1990), « Political and legal restraints on ownership and control of public companies », *Journal of Financial Economics*, vol.27.
- ROE M. (1994), *Strong Managers, Weak Holders, The Political Roots of American Corporate Finance*, Princeton University Press, Princeton.
- SAULPIC O., TANGUY H. (2000), « Les enseignements de la théorie financière pour évaluer le rôle des fonds d'investissements », rapport d'étude « L'impact des investisseurs étrangers sur les entreprises françaises », Digitip, octobre.
- VERNON R. (1966), « International investment and international trade in the product cycle », *Quarterly Journal of Economics*, 80.
- VITOLS S. (2000), « The reconstruction of German corporate governance: reassessing the role of capital market pressures », research paper presented at the 1st annual meeting of the research network on corporate governance, Berlin.
- YOSHIMORI M. (1995), « Whose company is it? The concept of the corporation in Japan and the West », *Long Range Planning*, Vol.28, No 4, p. 33-44.