

# ***LE « CORPORATE CONTROL » ET LE RISQUE ACTIONNARIAL : UNE REVUE DE LA LITTÉRATURE***

Agnès Nabet<sup>1</sup>

Résumé

*Abstract*

La théorie de l'agence présente le manager comme un acteur opportuniste et le risque actionnarial comme étant illimité. Notre article se situe dans une perspective inverse puisqu'il tente de montrer que les mécanismes classiques de « *corporate control* » peuvent devenir des outils de gestion du risque actionnarial (qui devient limité).

*The agency theory presents the manager as an opportunist actor and shareholder risk as unlimited. Our article takes place in an opposite prospect. In fact, it shows that certain mechanisms of « corporate control » can help to manage shareholder risk (which becomes limited).*

Mots clés : *corporate control*, contrôle, pouvoir, actionnaires, risque actionnarial, institutionnels.

*Keywords : corporate control, control, power, shareholders, shareholder risk, institutional investors.*

---

<sup>1</sup> Allocataire de recherche en deuxième année de doctorat (oct99/oct00), CREFIGE, Université Paris Dauphine - Place du Maréchal De Lattre de Tassigny 75016 Paris, Mail : [anabet@fr.packardbell.org](mailto:anabet@fr.packardbell.org)

Notre article s'attache à mettre en relation le *corporate control* avec le risque actionnarial.

Le *corporate control* se définit comme le contrôle du niveau *corporate* sur les managers<sup>1</sup> de l'entreprise. Ce champ de littérature postule que le niveau *corporate* doit astreindre les managers à respecter les objectifs organisationnels (Bilimoria, 1997 ; Davis et Stout, 1992 ; Davis et Thompson, 1994 ; Mikkelson et Partch, 1989 ; Morck, Shleifer et Vishny, 1989 ; Herman, 1981...).

Cette nécessité de contrainte signifie que les managers ont parfois des intérêts contraires à ceux de l'organisation et de ses propriétaires. La notion de *corporate control* suppose donc l'existence de conflits entre les managers et les actionnaires. Et, l'une des finalités du *corporate control* peut être de maîtriser le risque encouru par l'actionnaire confronté aux comportements opportunistes des managers. A partir, de ce raisonnement, nous cherchons à répondre à la question suivante : « Quels sont les mécanismes de *corporate control* permettant d'assurer la maîtrise du risque actionnarial ? ».

Le risque actionnarial provient de l'existence de conflits entre actionnaires et managers. Un système de résolution interne des conflits apparaît alors indispensable. Ce besoin se fait ressentir dès 1937 lorsque Coase (Chevalier, 1995) introduit le concept de coût de transaction. « *La problématique centrale de Coase est fondée sur l'idée que la firme n'existe que parce qu'elle peut être un substitut au marché. Il est donc nécessaire d'effectuer une comparaison des coûts (Chevalier, 1995, p16)* ». L'analyse de ces coûts d'abord utilisée pour expliquer l'existence de la firme est à l'origine de la théorie des coûts de transaction et de la théorie de l'agence (Chevalier, 1995, p16 et 17).

Aujourd'hui, les relations existant entre les actionnaires et les managers sont généralement observées à travers le prisme de la théorie de l'agence (Chevalier, 1995, p22). La théorie de l'agence postule que les divergences d'intérêts entre les deux parties font que leur coopération au sein de l'entreprise s'accompagne nécessairement de frictions. Ces conflits ont un coût et la théorie de l'agence propose des solutions pour les réduire.

A travers ce souci de gérer les coûts, la théorie positive de l'agence s'intéresse au « *partage optimal du risque entre agents (Charreaux, 1999, p63)* ». Les agents observés se réduisent alors au principal (l'actionnaire) et à son mandataire (le manager) qui doit être incité à respecter l'intérêt du principal.

La théorie de l'agence présente donc le manager comme un acteur opportuniste qui a comme principal objectif l'accroissement de sa richesse personnelle. Dans cette situation il existe une séparation des fonctions « *d'assomption du risque* » et de « *décision* » dans l'entreprise. « *Les actionnaires qui apportent des capitaux propres sont censés assumer intégralement les conséquences de l'incertitude ; ils supportent l'ensemble des conséquences de la variabilité du résidu c'est-à-dire du profit (Charreaux, 1999, p121)* » ; les managers, eux, sont censés détenir le pouvoir de décision.

---

<sup>1</sup> Les managers sont ici définis comme ceux qui ont le pouvoir de décision dans l'entreprise : ils représentent les cadres dirigeants qui décident de la stratégie en accord avec le conseil d'administration et les responsables des centres de responsabilité de l'entreprise qui ont pour tâche de gérer le travail des opérationnels. Ils représentent ce que l'on appelle dans le milieu professionnel le top-management d'une part et le middle-management d'autre part. Ils se distinguent des purs opérationnels (dénommés dans le langage courant « managers ») qui sont jugés sur des résultats qu'ils ne maîtrisent pas toujours complètement.

Selon nous, le *corporate control* semble trouver ses racines dans la théorie même de l'agence puisqu'il part finalement des mêmes postulats relatifs à l'existence d'un conflit potentiel entre managers et actionnaires : les individus sont maximisateurs et opportunistes ; leurs intérêts ne convergent pas ; il existe au sein de l'organisation un problème majeur d'asymétrie informationnelle... (Charreaux, 1999 ; Fama, 1980 ; Jensen et Meckling, 1976). Nous pouvons donc aisément rapprocher sur cette base les théories de l'agence et du *corporate control*.

Néanmoins, le *corporate control* permet également de s'éloigner de la théorie de l'agence puisqu'il traite plus particulièrement des relations de pouvoir (et/ou d'influence) entre coalitions à l'intérieur de l'entreprise (Bilimoria, 1997 ; Davis et Thompson, 1994 ; Herman, 1981). Il nous donne la capacité de nous intéresser aux mécanismes de gestion de ce conflit, indépendamment finalement du cadre interprétatif articulé « autour du problème des coûts » proposé par la théorie de l'agence.

La relation établie entre le *corporate control* et le risque permettant de voir sous un angle plus large la notion de risque proposée par la théorie de l'agence ; l'intérêt est de pouvoir dépasser l'utilisation stricte des théories des contrats et des conventions qui ne permettent de traiter que des problèmes de partage du risque. L'utilisation du thème du *corporate control* permet de penser les problèmes de risque à travers les jeux de pouvoir qui s'exercent entre les différentes coalitions qui évoluent au sein de l'entreprise. Elle autorise une analyse plus politique et stratégique que purement mathématique ou micro-économique.

De plus, dans le contexte traditionnel de l'agence, le risque actionnarial est considéré comme illimité<sup>1</sup>. Notre article se situe dans une perspective inverse ou complémentaire. En effet, il envisage que l'actionnaire a un risque limité et ceci grâce à l'utilisation du champ de littérature du *corporate control*.

Ainsi, dans ce contexte de *corporate control*, l'objectif de cet article est de montrer que les mécanismes classiques de *corporate control* (Morck, Shleifer et Vishny, 1989) peuvent devenir des outils de gestion du risque actionnarial. Nous nous posons donc la question de savoir si les mécanismes de *corporate control* permettent de réduire le risque assumé par l'actionnaire. Nous insistons sur le fait que ce n'est qu'une tentative dans la mesure où nous proposerons des prémisses de réponses qui trouvent leur origine dans la littérature académique sur le sujet. Enfin, dans notre conclusion, nous essaierons de proposer des pistes de recherche utilisant le thème du *corporate control* pour traiter de questions utiles à l'actionnaire. Ces recherches resteront à opérationnaliser sur le terrain.

Notre article propose un début de réponse à la réduction du risque actionnarial à travers une articulation en deux parties distinctes :

La première partie présente les mécanismes de *corporate control* permettant de gérer les risques « pré contractuels » définis par la théorie de l'agence

La seconde partie présente les mécanismes traditionnels permettant de contrôler le risque dit « moral » (ou « post contractuel »). Précisons dès maintenant que ces mécanismes sont généralement assimilés aux mécanismes acceptés de gouvernement d'entreprise.

---

<sup>1</sup> « Les actionnaires qui apportent des capitaux propres sont censés assumer intégralement les conséquences de l'incertitude ; ils supportent l'ensemble des conséquences de la variabilité du résidu c'est-à-dire du profit (Charreaux, 1999, p121) ».

## 1. La gestion du risque « pré contractuel »

Nous allons observer dans cette première partie les mécanismes de corporate control qui permettent de gérer le risque « pré contractuel ». Commençons par définir la nature de risques que nous allons aborder. Le *corporate control* pouvant être rapproché de la théorie de l'agence<sup>1</sup> ; il est naturel qu'il puisse aider à gérer les risques « pré contractuels » présentés par la théorie positive de l'agence (Charreaux, 1999, p79).

Le risque « pré contractuel » existe si l'agent potentiel cherche à profiter de son avantage informationnel. Il s'agit alors du risque assumé par l'actionnaire face à un manager qui a accès à une information plus importante (notamment interne) en termes de quantité et de pertinence que son principal. Le manager peut alors utiliser cette information de façon stratégique ce qui a généralement pour conséquence de desservir l'actionnaire.

### 1.1 Les mécanismes de corporate control permettant de gérer le risque « pré contractuel » : c'est-à-dire le risque lié à l'asymétrie d'information et aux stratégies opportunistes des acteurs

Le pouvoir politique de l'actionnariat institutionnel donne un poids important aux actionnaires dans les négociations. Leurs intérêts sont respectés, et ils ont désormais le droit de porter un regard sur le fonctionnement de l'entreprise en général et sur le comportement managerial en particulier (ex : participation active lors de la réforme concernant la rémunération des managers).

Les actionnaires institutionnels participent désormais au corporate control. Leur pouvoir politique renforcé par leur nouvelle fonction amenuise le risque qu'ils soient évincés des négociations importantes. Le risque que leurs droits soient bafoués est considérablement diminué grâce à leur accès privilégié à l'information nécessaire à la prise de décision lors des négociations.

Face à un pouvoir institutionnel fort, les managers jouent un double rôle. Ils subissent certaines contraintes qui les obligent à se conformer aux attentes des actionnaires, mais dès qu'ils le peuvent, ils résistent paradoxalement aux propositions actionnariales pour réduire leur influence. Pour cela, ils ont à leur disposition différents moyens, dont la manipulation de l'information contenue dans les rapports annuels qui permet de révéler aux actionnaires une performance apparemment plus favorable.

Ainsi, l'activisme institutionnel et la participation des actionnaires institutionnels au « corporate control », ont renforcé la résistance manageriale. La principale conséquence est l'apparition d'un risque de manipulation informationnelle accru.

Un mécanisme de *corporate control* complémentaire, l'utilisation de mandats d'administration réciproque aide à réduire ce risque informationnel. En effet, les liens sociaux qu'ils tissent entre les firmes, donnent accès à une information plus large et à un partenariat de réseau qui offrent aux administrateurs une connaissance plus juste de la performance et de l'activité organisationnelle.

Le double rôle du manager souligne l'existence de conflits entre managers et actionnaires renforcés lorsque le manager a tendance à trop s'enraciner dans l'entreprise. Le degré d'enracinement est évalué via les droits de vote contrôlés par les managers et l'importance de

---

<sup>1</sup> Nous l'avons déjà précisé.

leurs investissements spécifiques. Ces deux éléments ont tendance à faire croître le risque « pré contractuel ».

### 1. 2 Le pouvoir croissant de l'actionnaire institutionnel

Selon Davis et Thompson (1994, p143), les discours théoriques sur le *corporate control* dans la théorie de l'organisation se sont concentrés sur les luttes de pouvoir interne et sur le processus par lequel la coalition dominante à l'intérieur de l'organisation arrive au pouvoir. Les organisations opèrent dans des environnements caractérisés par des incertitudes d'échanges qu'elles essaient de gérer à l'aide de tactiques diverses pour préserver leur autonomie et créer des îlots de stabilité.

Lorsque l'entrepreneur était également propriétaire de son affaire, le contrôle et la propriété se confondaient entre ses mains. Au fur et à mesure du développement de l'entreprise, les fonctions de contrôle et de propriété ont été amenées à se séparer au sein de l'entreprise (Berle et Means, 1933). C'est alors, que le contrôle de l'entreprise fut récupéré par la classe manageriale.

Cette dernière situation peut être considérée comme une caractéristique du 20<sup>ème</sup> siècle, en tous cas jusqu'au début des années 80, période qui connut une montée conséquente de l'activisme des investisseurs institutionnels.

Selon, Davis et Thompson (1994, p165 à 169) l'exemple de la réforme de la rémunération des cadres dirigeants au début des années 80 aux Etats Unis en fournit une preuve. En effet, lors de cette réforme, les actionnaires ont pris le parti de remettre en cause l'autonomie manageriale en promulguant des recherches permettant d'identifier les rémunérations excessives allouées aux managers. Se ralliant de ce fait à l'opinion publique (alors que ce problème avait un impact nul sur leur bien-être) ; leur action leur a permis de se légitimer politiquement. Le pouvoir politique des actionnaires institutionnels et leur capacité à s'organiser entre eux, expose désormais l'entreprise et par conséquent l'équipe manageriale chargée de la conduire, à la menace d'une action collective.

Globalement, la vague d'OPA des années 80 a considérablement fragilisé les managers ; ce vide de pouvoir a laissé la place aux investisseurs institutionnels. En d'autres termes, la vulnérabilité de l'équipe manageriale face aux OPA, a créé une tension entre les intérêts des managers et des actionnaires. A l'issue de ces tensions, c'est l'actionnaire institutionnel qui en serait sorti vainqueur.

Ainsi, Davis et Thompson (1994) avancent des résultats relatifs au pouvoir des actionnaires en précisant que le contrôle de l'équipe manageriale est en général détenu par des actionnaires institutionnels qui ont réussi à s'accaparer le contrôle grâce à leur poids politique. Les actionnaires institutionnels participent donc désormais au *corporate control*. Ce nouveau pouvoir détenu à force de prises de positions politiques leur permet de ne pas être lésé lors des différentes négociations. Le *corporate control* est donc ici un moyen de réduire le risque d'éviction des actionnaires lors de la prise de décision réglant des problèmes organisationnels au sens large.

L'approche particulière de l'article de Davis et Thompson (1994) reconnaît que la structure des grandes entreprises n'est pas strictement déterminée par les pressions du marché des capitaux mais résulte aussi de luttes politiques qui impliquent les managers et les propriétaires dans des structures sociales qui s'étendent au-delà de l'entreprise.

### 1. 3 La manipulation de l'information par les managers

Face à un activisme institutionnel fort né dans les années 80, les managers même s'ils sont théoriquement contraints de protéger les intérêts des actionnaires, peuvent avoir tendance à manipuler l'information comptable afin d'influencer la vision des actionnaires sur les performances de l'entreprise. Face à ce risque de contrôle informationnel, l'utilisation des mandats d'administration réciproque semble représenter une parade efficace.

#### *La déformation de la perception de la performance de l'entreprise*

Face à la croissance du poids des actionnaires institutionnels, la finalité de l'organisation pourrait désormais refléter davantage le pouvoir étendu de ces investisseurs. Ainsi, le nouvel objectif de l'entreprise serait actionnarial : il s'agirait d'accroître la valeur pour l'actionnaire.

Pour aligner le comportement des acteurs organisationnels avec ce nouvel objectif, il semblerait que la structure organisationnelle ait changé. L'autorité a été décentralisée (unités opérationnelles plus autonomes) et l'information a été largement distribuée. Enfin les méthodes de rémunération manageriale ont été modifiées pour faire en sorte que la rémunération des managers soit indexée à l'évolution de la valeur actionnariale.

Mais si l'activisme institutionnel a modifié le comportement du management qui doit désormais satisfaire les actionnaires, il a également développé une réaction inverse de défense, qui pousse les managers à essayer simultanément de contrecarrer cette croissance du pouvoir actionnarial. L'un des moyens qu'a le manager pour affaiblir l'influence des actionnaires, est de contrôler la perception qu'ont ces membres externes de la performance de l'entreprise. Les pratiques de comptabilité créative (Breton et Taffler, 1995) illustrent ce point.

Breton et Taffler (1995) définissent la comptabilité créative comme le choix directorial, de méthodes et de modes de présentation comptable qui utilisent les zones floues des lois et des normes comptables pour biaiser l'image des comptes. Ces pratiques ont donc la particularité de respecter les lois mais d'aller à l'encontre de « l'intention légale ».

Ces méthodes « peuvent consister simplement en une utilisation particulière des provisions ou du résultat exceptionnel. Il peut également s'agir de décisions de gestion ayant trait à l'activation des charges ou à leur passation immédiate. Elles peuvent également consister, plus subtilement, à alléger le bilan de créances douteuses ou d'actifs fortement dévalués par leur transfert dans des coquilles vides spécialement destinées à cet effet (Gillet, 1988, p84) ».

Le rôle représentatif des données comptables et financières peut être dévié, notamment par certains comportements opportunistes des dirigeants. Ainsi, traditionnellement on fait allusion à la manipulation des comptes de l'entreprise par l'intermédiaire de la comptabilité créative, qui permet à la direction de se soustraire à l'obligation d'image fidèle et par conséquent aux contraintes imposées par les actionnaires. « *Le rôle de l'information comptable (comptabilité financière) dans le gouvernement d'entreprise est donc généralement étudié à travers l'examen des manipulations comptables et de l'organisation de l'audit légal (Pochet, 1998, p71) ».*

Dans cet esprit Salamon et Smith (1972) confirment l'hypothèse selon laquelle les firmes contrôlées par leur management exercent leur contrôle sur l'information contenue dans les rapports annuels dans le but de déformer la perception de la performance de l'entreprise. Contre ce risque de manipulation de l'information, l'actionnariat semble relativement impuissant. Toutefois, l'utilisation des mandats d'administration réciproque semble être un

moyen qui réduit l'opportunité manageriale dans ce domaine, dans le sens où ils autorisent une visibilité interne.

L'utilisation des mandats d'administration réciproque

Mizruchi (1996) a présenté une revue de la littérature détaillée de l'étude des mandats d'administration réciproque ; la référence en la matière restant Granovetter (1985) qui fait le parallèle entre la structure des mandats d'administration réciproque et la structure du tissu social. Ces mandats sont à l'origine du partage par les entreprises, d'administrateurs à la fois internes et externes.

Ce type de mandats est privilégié pour différentes raisons. A leur première apparition, ils étaient mis en place pour favoriser la collusion, c'est à dire dans un but de réduction de la concurrence.

Ils peuvent également être utilisés pour coopter<sup>1</sup> les sources d'incertitudes environnementales. C'est le cas lorsqu'une banque préfère s'allier aux entreprises en difficulté. Un tel comportement illustre les cas d'administrateurs qui se manifestent dans la seule attente de mieux gérer l'entreprise que le management en place.

Cette perspective de gestion débouche naturellement sur celle du contrôle. Ce phénomène donne lieu à des suppositions qui présentent les mandats réciproques comme des instruments du *corporate control*. Une organisation préfère donc avoir des relations de réciprocité avec les entreprises faiblement performantes pour mieux les contrôler. Alors que les individus préfèrent siéger aux conseils des entreprises performantes pour des raisons de légitimité, d'appréciation de leur renommée et d'avancement de carrière.

Que ce soit dans un but de collusion, de cooptation, de contrôle, de légitimité ou d'avancement de carrière ; le mandat réciproque permet d'atteindre des objectifs à travers les liens sociaux qu'il tisse entre les membres d'une classe sociale supérieure, détenteurs d'un certain pouvoir dans le monde des affaires. Il favorise la cohésion sociale.

Que le mandat réciproque soit utilisé dans un but de collusion, de cooptation ou de contrôle dans tous les cas il aide au *corporate control*. En effet, les membres externes maîtrisent le management grâce au pouvoir que leur octroi leur participation au réseau. Une firme détenant des représentants placés stratégiquement au conseil d'administration d'un grand nombre d'entreprises dominantes, peut dans les faits exercer un pouvoir considérable dans le monde des entreprises uniquement parce que ses membres détiennent des positions centrales dans le réseau. Cette position centrale octroyée par les mandats réciproques est un indicateur d'influence générale.

La collusion, la cooptation et le contrôle sont des objectifs liés à un besoin d'information. Les mandats réciproques réduisent donc l'incertitude informationnelle. Les administrateurs, et par conséquent, les actionnaires dont ils sont les mandataires, mieux informés, ont moins de chances d'être floués. Ces mandats ont donc l'avantage de réduire le risque de manipulation de l'information.

#### **1. 4 Les tactiques d'enracinement à la disposition du manager : la théorie de l'enracinement managerial**

---

<sup>1</sup> Selznick (1949) (cité par Mizruchi, 1996) ayant défini la cooptation comme l'absorption d'éléments partiellement perturbateurs dans la structure de prise de décision d'une organisation, les entreprises en créant des relations de réciprocité ont donc aussi un objectif de cooptation.

Selon la théorie de l'enracinement managerial (Shleifer et Vishny, 1989) ; le manager a la possibilité de s'enraciner par deux moyens : grâce à leurs droits de vote substantiels, et lorsque la participation manageriale n'est pas satisfaisante, en s'engageant dans des investissements qui leurs sont spécifiques.

L'observation du niveau de participation des managers dans le capital et des investissements dans lesquels ils ont une compétence particulière permet d'évaluer le niveau du risque actionnarial. Plus ces deux facteurs sont élevés, plus le risque est élevé.

### ***Une participation manageriale satisfaisante dans le capital de l'entreprise***

La participation des managers aux votes a des effets observables sur les actions des outsiders sur le marché du contrôle.

Quand le pouvoir de contrôle des droits de votes du manager est particulièrement fort, alors sa rémunération financière retirée du rachat est élevée. Ainsi le contrôle des droits de vote permet aux managers de bloquer le processus de prise de contrôle hostile en le rendant plus coûteux.

Selon ce premier point de vue, plus les managers contrôlent de droits de vote, moins la probabilité que l'entreprise se heurte à des tentatives de rachats est élevée<sup>1</sup>.

Ainsi, plus les droits de vote des managers sont élevés, plus la probabilité des tentatives de rachats est faible (Mikkelson et Partch, 1989).

### ***Les investissements spécifiques des managers***

La position dominante du management dans l'entreprise peut aussi être caractérisée par son environnement. Shleifer et Vishny (1989) (voir également Paquerot, 1997) décrivent comment les managers se sont enracinés en effectuant des investissements spécifiques qui rendent coûteux, aux actionnaires, leur remplacement.

Selon les auteurs, les forces disciplinaires ne sont pas efficaces. Les managers consomment toujours des rentes coûteuses et se diversifient à un coût élevé pour les propriétaires. Ils s'opposent par ce moyen aux prises de contrôle hostiles qui enrichissent les actionnaires.

Leur article montre que le manager investit les ressources de l'entreprise dans des actifs qui ont de la valeur pour lui (les investissements l'apprécient personnellement par rapport aux autres alternatives possibles, et aux autres managers capables de s'occuper d'un tel domaine). Les investissements sont donc considérés comme spécifiques : le manager en place est jugé comme le meilleur gestionnaire de l'investissement.

L'investissement excessif dans des actifs complémentaires aux compétences du manager, accroît la valeur du manager aux yeux des actionnaires. Par conséquent, il fait croître la rémunération manageriale : plus le degré d'enracinement est élevé, plus la rémunération est élevée.

Le degré d'enracinement dans cette théorie dépend donc de la latitude discrétionnaire du manager, favorisée par l'incomplétude des contrats qui laissent inexploitées des zones d'ombre et offrent des marges de manœuvre importantes qui « *autorisent le manager à consommer plus de rentes (Shleifer et Vishny, 1989, p132)* ». Dans tous les cas la marge de

---

<sup>1</sup> Cependant un autre courant de recherche arrive à des résultats opposés. Ainsi Walkling et Long (1984) ; Morck Shleifer et Vishny (1988) et Demsetz (1983) (cités par Mikkelson et Partch, 1989) suggèrent que les managers ont moins de chances de maximiser la valeur de l'entreprise quand ils ont une majorité de droits de vote : ils sont donc beaucoup plus vulnérables face à des tentatives de rachats. La valeur de marché réduite attire les OPA.

manœuvre du manager en termes de pouvoir devient trop importante. Et c'est en cela que le manager s'enracine de manière excessive.

Le manager dose ses acquisitions et ses désinvestissements pour poursuivre son objectif d'enracinement. Ainsi, quand le manager est considéré comme excellent dans l'une des principales activités de la firme, il aura tendance à investir dans cette activité même si l'investissement à une valeur actuelle nette négative. S'il risque d'être remplacé, il désinvestira pour investir dans un nouveau domaine dans le but de se diversifier dans des activités où il a des compétences supérieures aux autres. Par cette action, il espère conserver son poste si son engagement nouveau s'avère rentable.

Les managers par ces investissements spécifiques, en l'absence d'un actionnariat important ont donc la possibilité de lutter contre les forces du marché c'est à dire contre les prises de contrôle externe. L'enracinement permet au management de devenir un acteur dominant et influent plus fort que le conseil d'administration dont l'avis est contourné en cas de rachat hostile. L'enracinement managerial, conséquence d'une activité d'investissement opportuniste, peut prolonger la présence d'un mauvais manager dans l'entreprise : il accroît aussi le risque global supporté par l'actionnaire d'où la nécessité de trouver des mécanismes de contrôle des comportements manageriaux efficaces.

## **2. La gestion du risque « post contractuel »**

Dans cette seconde partie nous allons nous pencher sur les mécanismes de *corporate control* qui permettent de gérer le risque « post contractuel » (ou risque moral).

Le risque « post contractuel » ou « risque moral » (trouvant également sa source dans la théorie positive de l'agence) trouve plutôt sa source dans le comportement du manager (Charreaux, 1999, p79). Ce risque est lié à la plus ou moins grande efficacité des systèmes permettant de contrôler et d'observer les comportements dans l'entreprise.

### **2.1 Les mécanismes de contrôle du risque « moral »**

Penchons-nous désormais sur la participation des actionnaires à la fonction *corporate control*.

Les actionnaires dominants réduisent le risque de mauvaise gestion de leur investissement, en rachetant eux-mêmes l'entreprise dans sa totalité ou en motivant des tierces personnes à le faire (en cas de performance médiocre du management).

Le risque de mauvaise gestion peut également être réduit grâce au contrôle exercé par le conseil d'administration sur l'équipe manageriale. Cependant, en cas d'inefficacité du conseil, le marché prend le relais. En effet, si l'entreprise est confrontée à des problèmes qui lui sont très spécifiques, le conseil d'administration assure généralement sa fonction de *corporate control* de manière satisfaisante : il arrive à contraindre le management à une gestion performante. Mais, lorsque les difficultés financières touchent l'industrie dans son ensemble, le conseil d'administration n'intervient plus, et le marché s'y substitue. Le marché, mécanisme de *corporate control* de dernier recours, active des processus de rachats hostiles qui contraignent le manager à être plus performant sous la menace d'un changement de contrôle immédiat.

Les mécanismes du *corporate control* les plus extrêmes sont les rachats associés à des changements de contrôle. Ces derniers sont les seuls à avoir un pouvoir disciplinaire sur le management et à réduire autant le risque d'investissement encouru par l'actionnaire.

Globalement, le risque de l'actionnaire semble être généralement plus bas au Royaume Uni (dans les pays anglo-saxons) que dans les pays européens. En effet, les différences culturelles et réglementaires expliquent pourquoi les rachats sont des mécanismes de *corporate control* courants au Royaume Uni et rares en France ou en Allemagne.

Les absorptions d'entreprises réduisent donc le risque actionnarial global, mais ont également la particularité de créer de la valeur dont bénéficient les actionnaires de l'entreprise cible. Elles ont donc pour effet de réduire le risque de transfert de valeur, des actionnaires aux managers.

Nous pouvons donc distinguer deux types de mécanismes de contrôle du risque que nous développons plus avant : les mécanismes de contrôle interne (le rôle des actionnaires et du conseil d'administration) et les mécanismes de contrôle externe (les OPA).

## **2. 2 Les mécanismes de contrôle interne**

### ***L'actionnaire majoritaire***

Lorsqu'un actionnaire investit dans une entreprise, il a un pouvoir de contrôle sur l'équipe manageriale s'il détient une part significative du capital de l'entreprise. En effet, l'actionnaire dominant réduit son propre risque de gestion en détenant le pouvoir de révocation de l'équipe manageriale (Shleifer et Vishny, 1986).

L'actionnaire dominant participe au *corporate control* dans la mesure où il est capable d'initier le rachat de l'entreprise dont il détient les parts ou de motiver des membres externes à le faire. En effet, il peut négocier de manière informelle avec l'équipe manageriale en place afin qu'elle accepte de suivre sa propre politique ; il peut faire croître sa participation dans le capital de manière suffisante pour influencer les décisions de l'entreprise ; il a également la possibilité de faciliter les rachats de membres externes à l'entreprise, en leur proposant l'accès à des informations importantes et le partage des gains qu'il percevra sur la vente de ses actions.

Nous pouvons en conclure que les actionnaires peuvent dans des situations très particulières et à condition qu'ils détiennent une part suffisante du capital de l'entreprise, contrôler l'équipe manageriale. Dans ce cas ils ont un impact important sur le *corporate control*.

Les actionnaires dominants réduisent donc le risque de mauvaise gestion, en rachetant eux-mêmes l'entreprise ou en poussant des individus extérieurs à le faire.

### ***Le rôle du conseil d'administration***

L'actionnaire dominant a son rôle à jouer pour assurer la bonne gestion de l'entreprise et ainsi préserver la richesse de l'ensemble des propriétaires de la firme. Mais précisons que d'autres acteurs sont en mesure de remplir une fonction similaire. Morck, Shleifer et Vishny (1989) se penchent sur le rôle du conseil d'administration dans un contexte de *corporate control* et sur les mécanismes qui peuvent s'y substituer. La fonction principale du conseil d'administration est présentée comme étant celle qui consiste à contrôler activement l'équipe manageriale et à la réorienter quand cela s'avère nécessaire (Charreaux, 1997 ; Charreaux et Pitol-Belin, 1997 ; Morck, Shleifer et Vishny, 1989). Pour illustrer ce rôle actif citons

l'exemple des pratiques des comités attachés au conseil d'administration (les comités d'audit, de sélection, de rémunération) désormais usuelles (Charreaux, 1997).

A travers leur article intitulé « *Alternative mechanisms for corporate control* », Morck, Shleifer et Vishny (1989) soutiennent l'idée de Myles Mace et précisent qu'en cas d'incapacité du conseil à remplir son rôle dans la fonction de *corporate control*, des mécanismes de substitution interviennent. Ainsi, lorsque les mécanismes de contrôle interne sont trop faibles pour opérer efficacement, les mécanismes de contrôle externe s'imposent. C'est alors le marché (notamment les rachats hostiles) qui se charge de maîtriser les comportements de l'équipe manageriale. En sommes, la fonction *corporate control* omise en interne est en dernier recours assurée par le marché.

Le mécanisme juridique de contrôle interne principalement chargé de la surveillance de l'équipe manageriale est le conseil d'administration. Dans les faits, l'échec ou au contraire le contrôle effectif du conseil sont facilement observables.

Le pouvoir disciplinaire du conseil d'administration se reflète à travers son pouvoir de négociation. C'est donc lorsqu'il décide de changer de staff ou lorsqu'il accepte que l'entreprise fasse l'objet d'une acquisition amicale que son intervention est jugée efficace. Dans le cas précis d'une acquisition amicale, le rachat est accepté à la fois par l'équipe manageriale et par le conseil d'administration qui estiment qu'il est préférable aux vues des faibles résultats de l'entreprise qui évolue dans un secteur industriel performant, de remettre l'entreprise entre les mains de nouveaux propriétaires. En suivant cette logique, le conseil d'administration continue de participer au *corporate control*, puisque dans une situation difficile, il pense qu'il est préférable de réorienter l'équipe manageriale sous la pression d'un changement de contrôle et de propriété.

A l'inverse, quand tout le secteur industriel souffre de difficultés financières lourdes, le conseil se trouve souvent dans l'incapacité d'agir. En effet, le changement de contrôle serait évidemment nécessaire, mais la situation est telle, que ces modifications coûteuses pourraient remettre en cause la survie de l'entreprise et menacer dangereusement les employés. Bien souvent, le conseil, confronté à une situation difficile, refusant de prendre une décision trop risquée, reste dans l'immobilisme. C'est alors que l'on considère que le conseil n'assure plus son rôle de contrôle de l'équipe manageriale, dans une situation où pourtant cela s'avère nécessaire.

Ceci signifie que le conseil d'administration est plus apte à jouer son rôle disciplinaire lorsqu'il est confronté à des problèmes spécifiques à l'entreprise. Par contre, il démissionne lorsqu'il est confronté à un problème généralisé à l'industrie dans sa globalité. Dans ce dernier cas, le marché intervient et active un « rachat hostile ».

Cet article (Morck, Shleifer et Vishny, 1989) tente d'évaluer l'efficacité du conseil d'administration dans son rôle de contrôle de l'équipe manageriale. Lorsqu'il est efficace, il réduit le risque de mauvaise gestion. Mais lorsqu'il démissionne de sa fonction traditionnelle de *corporate control*, c'est alors le marché (les mécanismes de contrôle externe) qui assure la performance.

## **2. 3 Les mécanismes de contrôle externe**

### ***Les OPA***

La probabilité de changement de contrôle varie en fonction de nombreux facteurs ; les managers ont la possibilité de lutter contre les OPA, parfois même mieux que le conseil

d'administration ; et certains mécanismes peuvent se substituer à l'action du conseil d'administration.

Ces mécanismes qui s'y substituent sont différents selon que l'on se situe en Europe ou dans les pays anglo-saxons. C'est le sujet présenté (voir également Davis et Stout, 1992) par l'article de Franks et Mayer (1990) qui s'intéresse à la façon dont le marché des capitaux exerce le contrôle sur le management et les opérations des entreprises.

Cet article compare la relation qui existe entre les marchés de capitaux et le *corporate control* en France, en Allemagne et au Royaume Uni. En ce qui concerne le Royaume Uni, les OPA et les acquisitions de parts majoritaires sont plus courantes. Alors qu'en France et en Allemagne les OPA ne sont pas communes.

Ainsi, l'activité britannique en termes d'acquisitions est bien supérieure à celle de la France et de l'Allemagne. La nature des rachats diffère également, les rachats hostiles étant chose courante en Angleterre alors qu'ils sont souvent amicaux en Europe.

L'explication la plus évidente à apporter à ces différences est la réglementation.

En ce qui concerne les employés, leurs droits sont considérables en Allemagne par rapport à la France, alors qu'au Royaume Uni ils sont quasiment inexistantes.

En ce qui concerne les actionnaires, en France les entreprises ont la capacité de restreindre considérablement le transfert des parts de capital et les droits de vote des actionnaires. En Allemagne les restrictions existent mais sont moins importantes. Enfin, au Royaume Uni les actionnaires bénéficient d'une totale liberté d'action.

En réalité ces différences reflètent plus l'influence de facteurs institutionnels que réglementaires. En Allemagne, les banques sont les actionnaires dominants et sont capables d'exercer leur contrôle grâce à leurs propres droits de vote et à ceux dont la gestion leur a été confiée par un certain nombre d'investisseurs individuels. Ces banques ont également des représentants aux conseils d'administration des entreprises non financières. C'est pourquoi, elles ont un pouvoir considérable qui leur permet de lutter efficacement contre les prises de contrôle externe.

De plus en Allemagne et en France les participations croisées entre entreprises ne sont pas rares et sont souvent utilisées pour contrecarrer les OPA.

Enfin, en France, le gouvernement en tant qu'actionnaire substantiel dans l'économie nationale peut également protéger les entreprises des prises de contrôle hostiles.

Ainsi, le Royaume Uni impose très peu de limites au libre transfert de l'actionariat et du contrôle. En France, il y a peu de limites au contrôle mais il existe de nombreuses barrières au transfert de l'actionariat résultant des limites imposées au transfert des parts de capital, à la concentration des droits de vote et à l'intervention du gouvernement. En Allemagne, les limites sur le transfert de l'actionariat sont moins prononcées, mais le transfert du contrôle est restreint par les droits prioritaires des travailleurs, des managers et des banques.

Le système britannique est donc moins interventionniste que les autres puisqu'il n'impose pas les droits des employés et des managers à l'entreprise mais autorise l'entreprise à choisir le degré de protection qu'elle offre. C'est pourquoi, il mène finalement à privilégier les droits d'une minorité d'investisseurs.

Cette différence en termes de régulation a donc favorisé les OPA au Royaume Uni. Les restrictions légales concernant les transferts de contrôle et d'actionariat empêchent de tels mécanismes de se développer autant en Europe.

Les changements de contrôle à l'Anglo-saxonne ont l'avantage de représenter une méthode efficace à la correction de l'échec du management. En présence d'un tel mécanisme, les employeurs sont incapables d'assurer à leurs employés la sécurité de l'emploi et une couverture face aux changements de contrôle éventuels. La régulation en Europe qui ne permet pas l'utilisation de mécanismes aussi efficaces qu'au Royaume Uni en termes de *corporate control*, concède cependant une protection considérable aux employés et aux managers.

L'avantage de l'approche britannique est qu'elle permet la correction ex ante de l'échec managerial. Cependant, elle réduit la mise en place d'accords implicites informels et complique la rédaction de contrats formels. Si un contrat ne peut lier l'entreprise à ses employés alors ces derniers n'auront pas d'objectifs suffisants pour s'engager véritablement dans l'entreprise. Ils ne s'investiront pas à long terme ce qui aura pour conséquence d'amputer certains domaines d'investissements importants.

Le risque global<sup>1</sup> de l'actionnaire a une probabilité plus grande d'être réduit à néant au Royaume Uni et dans les pays anglo-saxons (Etats Unis notamment), vu la grande liberté accordée aux actionnaires. A l'inverse, en Europe, le risque actionnarial est plus grand, puisque les propriétaires peuvent être menacés par les managers, les employés où l'état si leurs intérêts sont considérés comme supérieurs au sein de l'entreprise. Le risque est renforcé par les convictions culturelles partagées qui prévalent en Europe.

Le principal mécanisme externe de *corporate control* est primordial (rachat d'entreprise), dans la mesure où c'est le seul qui paraît efficace pour discipliner le management et parce qu'il a pour conséquence de faire croître la valeur actionnariale des entreprises participant au changement de contrôle (Shleifer et Vishny, 1988 ; Jensen et Ruback, 1983).

Les absorptions d'entreprises génèrent des gains positifs, dont les actionnaires de la cible bénéficient et que les actionnaires de l'entreprise qui suscite l'offre ne perdent pas. Il n'y a pas de transfert de richesse entre les deux catégories d'actionnaires, mais une véritable création de valeur pour l'actionnaire (en particulier de l'entreprise cible) (Jensen et Ruback, 1983). Les gains créés de la sorte, ne sont pas dus à l'accession à un pouvoir supérieur sur le marché, mais à l'opération de synergies. Finalement, l'absorption d'une entreprise réduit le risque actionnarial global, et réduit le risque de transfert de valeur des actionnaires aux managers.

Au terme de cette revue de la littérature ; nous arrivons à donner des éléments de réponse à notre question de départ qui avait pour objectif de savoir si certains mécanismes de *corporate control* permettaient de réduire le risque actionnarial. Il existe des mécanismes sont à la disposition du niveau *corporate* pour remplir ce rôle : le rôle actif des actionnaires institutionnels, l'utilisation des mandats d'administration réciproque, le poids des actionnaires dominants, le contrôle juridique du conseil d'administration et les prises de contrôle externe. Ces mécanismes semblent pouvoir gérer, à la place de l'actionnariat, différents risques tous liés à son investissement dans le capital d'une entreprise qui sont : le risque de mauvaise gestion ou de performance insuffisante de la firme, le risque d'éviction des négociations importantes, le risque de manipulation de l'information et le risque d'enracinement managerial. Ces risques correspondent en fait aux deux classes de risques- les risques « pré contractuels » et « post contractuels »- mises en lumière par la théorie de l'agence.

---

<sup>1</sup> Assimilé au risque moral comme défini précédemment.

Finalement, nous remarquons que le *corporate control* peut être utilisé de manière complémentaire à la théorie de l'agence. La théorie de l'agence sert à expliquer le partage des surplus et des coûts<sup>1</sup> ; le *corporate control*, les relations de pouvoir et l'existence de cercles d'influence. Ce dernier thème s'intéresse donc au champ socio-politique (Herman, 1981).

Nous réalisons également aisément que les mécanismes de *corporate control* qui ressortent de la littérature sur le sujet sont en fait les mécanismes traditionnels du gouvernement d'entreprise (Charreaux, 1997 ; Hatterner-Lefevre, Arnoux et Basini, 1998 ; Lannoo, 1994 ; N'Guyen et Cie, 1997...). Selon Charreaux (1999), « *les fondations de la théorie de la gouvernance des entreprises cherchent à expliquer la performance organisationnelle en fonction des systèmes qui encadrent et contraignent les décisions des dirigeants* ».

Ces deux points convergents montrent que le gouvernement d'entreprise est véritablement le pendant du *corporate control*.

L'identification de ces mécanismes de gestion du risque actionnarial nous autorise à proposer l'utilisation du *corporate control* dans l'analyse des thèmes liés au respect de l'intérêt actionnarial et en particulier aux problèmes de gouvernement d'entreprise. C'est pourquoi nous soumettons l'idée de développer des recherches qui (par exemple) s'attacheraient à voir si les outils internes traditionnels du *corporate control* (qui peuvent aller des systèmes d'incitation financière aux systèmes de reporting) ne sont pas devenus des mécanismes de gouvernement d'entreprise à part entière. Développer des recherches de ce type permettrait de mesurer l'impact croissant des actionnaires (acteurs externes) sur les systèmes de gestion (par exemple le système contrôle de gestion) de l'entreprise à l'origine destinés à servir les seuls acteurs internes.

En précisant la nature de l'articulation *corporate control*/systèmes de contrôle de gestion, on répond indirectement aux deux questions déterminantes soulignées par Bouquin (1997, p102) relatives au degré de diversification du contrôle de gestion.

- « *Quelles parts fera-t-on, respectivement, aux deux missions de recherche de cohérence interne et externe du contrôle de gestion ? Sera-t-il essentiellement l'outil de la cohérence interne, de la négociation et de l'exécution des plans, ou plutôt celui de la cohérence externe, de la détection des signaux à intérêt stratégique, de l'adaptation des comportements à un environnement évolutif ?*
- *comment réalisera-t-il chacune de ces missions, et, particulièrement, quelle sera la logique, la rationalité dominante dont il fera usage : financière et comptable, économique, politique ?* »

Il serait également intéressant de montrer la complémentarité qu'il peut y avoir entre le rôle de certains mécanismes de *corporate control* et celui des comités associés au conseil d'administration, principaux outils de gouvernement d'entreprise utilisés actuellement en France...

---

<sup>1</sup> La théorie de l'agence traite généralement des « facteurs internes qui concernent la structure de l'actionnariat, la forme du contrôle et la nature des relations principal-agent. Les caractéristiques commandent en partie la dynamique du partage du surplus (Charreaux, 1999) ».

## Références bibliographiques

- Berle AA. et Means GD. (1933) *The modern corporation and private property*, New York, The MacMillan Company.
- Bilimoria D. (1997) « Perspectives on corporate control : implication for CEO compensations », *Human Relations*, vol 50, n°7, July 1997, pp829-858.
- Bouquin H. (1997) *Le contrôle de gestion*, PUF, Janvier 1997 troisième édition mise à jour.
- Breton G. et Taffler RT. (1995) « Creative accounting and investment analyst response », *Accounting and Business Research*, vol 25, n°98.
- Charreaux G. (1999) « La théorie de l'agence : lecture et relecture », dans « *De nouvelles théories pour gérer l'entreprise du 21<sup>ème</sup> siècle* » coordonné par G. Koenig, *Economica*, pp61-141.
- Charreaux G. (1997) *Le gouvernement des entreprises, Corporate governance : théories et faits*, *Economica*.
- Charreaux G. (1997) « Conseil d'administration et pouvoirs dans l'entreprise », dans « *Le gouvernement des entreprises, corporate governance : théories et faits* » sous la direction de G. Charreaux, *Economica*, p142.
- Charreaux G. et Pitol-Belin JP. (1997) « Images et réalités du conseil d'administration », dans « *Le gouvernement des entreprises, corporate governance : théories et faits* » sous la direction de G. Charreaux, *Economica*, p153.
- Chevalier JM. (1995) « L'apport de l'économie industrielle aux stratégies d'entreprises », dans « *L'économie industrielle des stratégies d'entreprise* » sous la direction de JM. Chevalier, *Montchrestien*, pp5-29.
- Davis GF et Stout (1992) « Organizational theory and the market for corporate control : a dynamic analysis of large takeover targets », *Administrative Science Quarterly*, pp605-633.
- Davis GF. et Thompson TA. (1994) « A social movement perspective on corporate control », *Administrative Science Quarterly*, vol. 39, pp. 141-173.
- Fama EF. (1980) « Agency problems and the theory of the firm », *Journal of Political Economy*, vol 88, n° 2, April 1980, pp288-307.
- Franks J. et Mayer C. (1990) « Capital markets and corporate control : a study of France, Germany and the UK », *Economic Policy*, vol. 11, pp. 191-231.
- Gillet P. (1998) « Comptabilité créative : le résultat comptable n'est plus ce qu'il était », *Revue Française de Gestion*, Novembre Décembre 1998, pp83-93.
- Granovetter M. (1985) « Economic action and social structure : the problem of embedness », *American Journal of Sociology*, vol 91, pp481-501.
- Hatterner- Lefevre S., Arnoux P. et Basini B.(1998) Dossier : « Gouvernement d'entreprise : les sociétés qui traitent le mieux leurs actionnaires », *Le nouvel économiste* du 3/07/98, n°1107, pp67-79.
- Herman (1981) *Corporate control and corporate power : a tewnetieth fund study*, Cambridge University Press.
- Jensen MC. et Meckling WH. (1976) « Theory of the firm : managerial behavior, agency costs and ownership structure », *Journal of Financial Economics*, vol 3, October 76, pp305-360.
- Jensen MC. et Ruback RS. (1983) « The market for corporate control : the scientific evidence », *Journal of Financial Economics*, vol. 11, avril 1983, pp. 5-50.
- Lannoo K. (1994) « Le gouvernement d'entreprise en Europe », *Revue d'Economie Financière, Revue trimestrielle de l'Association d'Economie Financière*, n°31, Hiver 1994 : Dossier : « Le gouvernement d'entreprise », pp159-182.
- Mikkelson WH. et Partch MM. (1989) « Managers voting rights and corporate control », *Journal of Financial Economics*, vol. 25, pp. 263-290.
- Mizruchi MS. (1996) « What do interlocks do ? An analysis, critique and assesment of research on interlocking directorates », *Annual Review of Sociology*, n°22, pp. 271-298.
- Morck R., Shleifer A. et Vishny RW. (1989) « Alternative mechanisms for corporate control », *The American Economic Review*, Septembre 1989, vol. 79, n°4, pp. 842-852.
- N'Guyen V. (1997) « Corporate governance : une revue de la littérature », *Cahier de recherche de HEC*, CR n° 606/97.

- Paquerot M. (1997) « Stratégies d'enracinement des dirigeants, performance de la firme et structures de contrôle », dans « *Le gouvernement des entreprises, corporate governance : théories et faits* » sous la direction de G. Charreaux, Economica, p108.
- Pochet C. (1998) « Inefficacité des mécanismes de contrôle managérial : le rôle de l'information comptable dans le gouvernement d'entreprise », *Comptabilité Contrôle Audit*, Tome 4, vol 2, Septembre 1998.
- Salamon GL. et Smith ED. (1979) « Corporate control and managerial misrepresentation of firm performance », *Bell Journal of Economics*, vol. 10, pp. 319-328.
- Shleifer A. et Vishny RW. (1989) « Management entrenchment : the cases of managers specific investments », *Journal of Financial Economics*, vol. 25, pp.123-139.
- Shleifer A. et Vishny RW. (1988) « Value maximisation and the acquisition process », *Journal of Economic Perspectives*, Winter 1988, 2, pp7-20.
- Shleifer GL. et Vishny RW. (1986) « Large shareholders and corporate control », *Journal of Political Economy*, part 1, June 1986, vol. 94, n°31, pp. 461-488.