

Gouvernement de l'entreprise

par Armand DERHY, chercheur au LASI-Sorbonne, chargé de cours

Problèmes économiques, n° 2565 (22/04/1998), page 60 et ss.

Source : « *Gouvernement de l'entreprise : mode optimal de résolution des conflits d'intérêts entre actionnaires et gestionnaires ?* », *La Revue du financier*, n° 111-112, 1997, extraits (1)

Les conflits d'intérêts actionnaires - gestionnaires

(...) La dissociation de fonctions entre les managers et actionnaires freine, d'après Berle et Means, la bonne marche de l'entreprise. En effet, dans un environnement rationnel, chaque groupe cherche à maximiser sa propre utilité au détriment de l'autre, ce qui est à l'origine de conflits entre propriétaires et dirigeants. Jensen et Meckling (1976) et Fama (1980) relèvent trois sources d'opposition :

- les managers gèrent l'entreprise dans un sens non conforme aux intérêts des actionnaires, c'est-à-dire en maximisant leur propre utilité, sans répondre aux attentes des actionnaires qui, eux, aspirent à la maximisation de la valeur de la firme. Les dirigeants s'octroient ainsi des avantages en nature (voitures de fonction, repas d'affaires, inscription coûteuse dans des clubs privés, etc.) qui viennent grever d'autant les performances de la société. En outre, les dirigeants tentent de maximiser les investissements dont le caractère spécifique est fonction de leur présence dans l'entreprise, ce qui leur permet d'optimiser leur utilité mesurée en termes de richesse, de notoriété ou de prélèvements non pécuniaires ;

- contrairement aux actionnaires qui investissent un capital financier, les managers mettent en jeu leur capital humain et sont jugés plus " frileux " dans leur politique d'investissement. Pour préserver leur poste, les dirigeants optent pour des investissements moins risqués que ne le souhaitent les propriétaires et donc avec des espérances de gains moins importantes. D'autres auteurs considèrent cependant que l'aversion pour le risque s'observe plutôt du côté des actionnaires qui détiennent un portefeuille diversifié et qui délèguent par ailleurs les décisions financières aux dirigeants ;

- enfin, les dirigeants disposent d'un horizon limité à leur présence dans l'entreprise, et de ce fait privilégient les investissements rentables à court terme. Ainsi, Charreaux (1994) oppose à la durée moyenne des fonctions managériales (10 ans en France), l'horizon théorique illimité des actionnaires puisque la valorisation d'un titre se définit sur un horizon infini. De même, Rappaport (1990) insiste sur la gestion à court terme menée par les dirigeants. Ce comportement se justifie, selon l'auteur, par le fait " que l'évaluation des résultats par les médias et leurs communications aux actionnaires se fondent sur des chiffres trimestriels ".

Suite à ces trois sources de conflits entre actionnaires et gestionnaires, apparaît alors un problème d'asymétrie d'information entre les deux parties. En effet, de par leur présence quotidienne dans l'entreprise, les managers disposent d'informations privilégiées inaccessibles aux tiers et notamment aux actionnaires. Pour différentes raisons, ces premiers masquent ou diffèrent la publication d'informations techniques, commerciales, juridiques et financières. Celles-ci peuvent effectivement s'avérer coûteuses à révéler car difficilement formalisables ; de plus, elles engendrent des coûts de communication élevés alors que la révélation de telles informations peut bénéficier aux concurrents de la firme(2). Ces divergences d'intérêts et l'asymétrie d'informations entraînent un double phénomène d'aléa moral et de sélection adverse. L'aléa moral s'interprète comme l'impossibilité pour l'actionnaire (le principal) d'évaluer le travail fourni par le gestionnaire (l'agent). La sélection adverse naît de l'impossibilité pour l'actionnaire ou le futur actionnaire de définir avec précision les conditions de contrats qui le lient avec l'agent.

Ces relations entre actionnaires et dirigeants ne vont pas sans créer des distorsions. A la suite des conflits d'intérêts présentés ci-dessus mais surtout

de la résolution de ces conflits, apparaissent ce que Jensen et Meckling appellent des coûts d'agence (agency cost). Ces coûts sont de trois ordres :

- coûts de surveillance (Monitoring expenditures). Frais opérés par le principal pour vérifier que les décisions prises par l'agent sont conformes à ses propres intérêts. Exemples : honoraires de commissaires aux comptes, audit réalisé par les actionnaires, etc. ;

- coûts de dédouanement (Bonding costs). Dépenses réalisées par le gestionnaire pour démontrer sa " bonne foi " au principal. Exemples : frais de publicité, élaboration et diffusion d'un rapport annuel, etc. ;

- coûts résiduels (Residual loss). Pertes d'utilité supportées par le propriétaire, suite à la divergence d'intérêts avec les managers. Une politique prudente d'investissements menée par les dirigeants peut en effet contribuer à diminuer la valeur de la firme et donc, par la suite, à pénaliser les actionnaires.

Ainsi, l'existence de ces coûts d'agence influe notamment sur la décision de financement des entreprises. En effet, au préalable à la décision de financement, les dirigeants arbitrent entre les coûts d'agence générés par le financement par fonds propres et ceux liés à l'endettement, l'objectif principal étant de minimiser les coûts d'agence totaux. Pour ce faire, il convient de réduire les conflits générés à la suite des divergences d'intérêt entre principal et agent. (...)

Vers une redéfinition de la nature du conflit actionnaires - gestionnaires

Le conflit actionnaires - gestionnaires a pris une nouvelle tournure avec la modification de l'actionnariat(3). En effet, ce dernier a récemment fortement évolué tant dans sa composition que par ses comportements. Porter (1992) observe que la part détenue par les investisseurs institutionnels dans le capital des sociétés cotées en bourse aux Etats-Unis passe de 8 % en 1950 à 60 % en 1990. Jensen (1989) évalue à 40 % la part du capital social de l'ensemble des firmes américaines détenue par les institutions financières et les gestionnaires de fonds. (...)

En outre, le rôle tenu par les institutionnels s'est également modifié puisque ces derniers se sont vu attribuer des pouvoirs accrus. En effet, des recommandations établies aux Etats-Unis

(Principles of corporate governance en 1993), au Royaume-Uni (Rapport Cadbury en 1992) et récemment en France (Rapport Vienot en 1995) mettent en place certaines mesures pour inciter les institutionnels (4) à user de leur influence sur les conseils d'administration des entreprises dans lesquelles ils investissent les fonds.

Ces recommandations sont à la base du gouvernement d'entreprise ou corporate governance. Pastré (1994) le définit comme " l'ensemble des règles de fonctionnement et de contrôle qui régissent, dans un cadre historique et géographique donné, la vie des entreprises ". (...)

Cette nouvelle forme d'actionnariat modifie considérablement la nature des conflits entre actionnaires et gestionnaires. En effet, la structure de l'actionnariat décrite par Berle et Means, puis reprise par Jensen et Meckling, a fortement évolué, entraînant au passage une modification de la nature des conflits.

La multitude d'actionnaires individuels cède la place à un actionnariat, certes toujours diversifié, mais avec une attitude moins passive que par le passé.

Les politiques suivies par les managers apparaissent dans ce contexte, de plus en plus cautionnées par les propriétaires (5). Les erreurs de gestion peuvent immédiatement être sanctionnées(6). Aussi, certaines divergences d'opinions parviennent à être écartées. (...)

Ainsi, les conflits d'intérêts diminuent de par le nouveau rôle des institutionnels. Les dépenses effectuées par les managers pour leur propre compte sont mieux contrôlées. La maximisation de la valeur de la firme est privilégiée au détriment de la maximisation de l'utilité des managers.

Mais l'un des points essentiels qui caractérise cette nouvelle structure d'actionnariat repose sans aucun doute sur la vision court terme des institutionnels (short termism). Celle-ci se rapproche de celle des managers, qui, comme le notent Jensen et Meckling, privilégient les investissements rentables à court terme. Cette vision court terme des institutionnels se justifie par les contraintes auxquelles sont soumis les fonds de pension et les fonds communs de placement auprès de leurs clientèles.

Ces derniers se doivent en effet de valoriser leur portefeuille sur de courtes périodes (trimestrielle ou annuelle) et sont tributaires des jugements des investisseurs qui n'hésitent pas à céder leurs actifs contre d'autres plus rentables. Cette pression

exercée sur les institutionnels se répercutent alors dans la gestion de leurs avoirs. Ceux-ci s'appuient sur des informations incomplètes telles que la tendance à court terme du prix des titres ou encore les résultats courants de l'entreprise pour juger de la qualité de leur placement.

En outre, la possibilité qui leur est désormais offerte de jouer un rôle actif au sein des firmes dont ils sont actionnaires, les amène à conseiller, voire à imposer, des projets d'investissements rentables à court terme. La maximisation des performances de la firme à court terme constitue donc désormais le trait d'union entre les objectifs des actionnaires et ceux des managers. Les divergences d'opinions sur l'horizon temporel des investissements cèdent ainsi la place à une volonté commune des actionnaires et des managers de mener une politique axée sur le court terme.

Cependant, cette vision court terme s'oppose à une vision stratégique nécessaire à la viabilité de la firme. Comme le souligne Porter : " le défaut majeur du système américain est qu'il privilégie les objectifs des actionnaires désireux de voir s'apprécier à court terme la valeur de leurs actifs, et cela aux dépens des performances à long terme des entreprises ". Ce choix peut s'avérer dommageable à terme pour la firme et par extension pour l'économie en général. Albert note à cet effet que " les coûts cachés du corporate governance risquent avec le temps d'apparaître élevés ".

La vision court terme des institutionnels ne présente toutefois pas que des obstacles à la pérennité de la firme. Pastré (1994) s'interroge en effet sur les limites d'un actionnariat stable. Celui-ci constitue selon l'auteur, dans certains cas, " la caution des pires archaïsmes ", le short termism apparaissant comme un facteur d'efficacité en période de crise mais dont les méfaits seraient fonction de l'intensité capitaliste du secteur.

Les différentes réglementations relatives au gouvernement d'entreprise qui incitent les institutionnels à jouer un rôle actif dans la gestion de la firme apparaissent alors comme une arme à " double tranchant ". Si elles offrent aux actionnaires un moyen de contrôle sur les politiques menées par les managers et les dépenses réalisées par ceux-ci, elles n'en constituent pas moins un moyen de pression à l'encontre des managers, les obligeant à oeuvrer conformément aux intérêts des actionnaires. La menace d'éviction des dirigeants ou la cession des titres pouvant toujours constituer des options alternatives pour les actionnaires. Dans

ce dernier cas de figure, il est dans l'intérêt de la firme que les managers s'opposent aux requêtes des institutionnels. (...)

Notes

(1) La Revue du financier, 9/11, avenue Franklin-D.-Roosevelt, 75008 Paris ; tél. 01 42 56 25 97, fax 01 42 25 95 37.

(2) Une étude réalisée par la Commission des opérations de bourse révèle que les dirigeants des firmes françaises sont prudents lorsqu'il s'agit de fournir les raisons qui les conduisent à réaliser une augmentation de capital. La motivation alors avancée est que ces derniers évitent ainsi de fournir à la concurrence des informations sur l'utilisation des fonds recueillis.

(3) Le changement survenu au sein du marché financier américain est bien mis en évidence par Bernstein (1995) : " Aux Etats-Unis, les investissements en actions de fonds de retraites, des fonds communs, des fondations à but éducatif et des oeuvres de charité représentent aujourd'hui (1992) plus de 50 % de la capitalisation boursière américaine contre 40 % en 1980 et moins de 15 % en 1950. Ces institutions représentent 80 % de l'activité boursière et ne paient pas l'impôt sur le revenu ou sur les plus-values. Plus de 70 % des actions changent aujourd'hui de propriétaire au cours d'une année, contre 20 % environ dans les années soixante-dix. La transaction moyenne à la bourse de New York porte à présent sur plus de 2 000 actions, presque six fois plus qu'en 1974 ; les cessions de blocs de 10 000 actions ou plus constituent la moitié du volume quotidien d'échange. Dans le même temps, les investisseurs individuels qui achètent et vendent pour leur propre compte sont devenus une espèce en voie de disparition. Les actions qu'ils détiennent directement ne représentent plus que 16 % de la totalité de leurs actifs financiers, contre 44 % à la fin des années soixante. La part des transactions de moins de 100 actions dans le volume d'échange total a chuté de 5 % à moins de 2 % ".

(4) En France, Demarigny (1994) distingue deux types d'institutionnels. Celui de " premier rang " qui comprend : les compagnies d'assurances, la Caisse des dépôts et consignations et les banques. Dans ce cas, la détention d'actions est directe et souvent durable. Celui de " second rang " qui comprend : les OPCVM (organismes de placements collectifs en valeurs mobilières), les compagnies d'assurances ou les caisses de retraites gérées par des institutionnels de " premier rang ". La détention d'actions se réalise dans ce cas sur une période beaucoup plus courte.

(5) Il n'est pas rare d'observer aujourd'hui, particulièrement aux Etats-Unis et en Grande-Bretagne, les managers consulter les actionnaires avant de prendre une décision importante.

(6) En France, les patrons de Suez, d'Alcatel-Alsthom et de la Navigation Mixte ont ainsi été suspendus par

décision du conseil d'administration en mai et juin 1995. Plus récemment, le patron du Club Méditerranée a connu le même sort. Aux Etats-Unis, l'éviction des grands patrons est un phénomène beaucoup moins d'actualité. Ainsi, de septembre 1991 à février 1993, 13 P-DG des 500 grandes entreprises classées par Fortune

ont été évincés, dont les patrons d'IBM, de General Motors, d'American Express et de Digital Equipment.