

La gouvernance des entreprises cotées : Une analyse théorique

Par : Younes ETTAHRI⁹¹

Siraj EL AAROUBI

Résumé :

Cet article, à portée théorique, vise à étudier les entreprises cotées en bourse sous l'angle de la théorie de la gouvernance. L'objectif de notre travail consiste d'une part, à analyser les conflits d'agence résultant des divergences d'intérêts entre actionnaires et dirigeants suite à la séparation entre les fonctions de propriété et de décision, et d'autre part à présenter les différents mécanismes de gouvernement, à la disposition des entreprises cotées, contribuant à réduire les coûts d'agence et à contrôler les décisions des dirigeants.

Mots clés : gouvernance d'entreprise – conflits d'agence – mécanismes de gouvernance-entreprises cotées – code de gouvernance.

⁹¹ - **Younes ETTAHRI**, Enseignant-Chercheur à l'ENCG de Tanger-Maroc
- **Siraj EL AAROUBI**, Doctorant à l'ENCG Tanger-Maroc

1. Introduction

Depuis plusieurs années, le concept de gouvernement d'entreprise est régulièrement mis sous les feux de l'actualité. En raison de la faillite de grandes entreprises (Enron aux Etats-Unis, de France télécom et Vivendi Universal en France etc...) et de nombreux scandales financiers, Les pratiques de bonne gouvernance des entreprises cotées sont de plus en plus scrutées par les investisseurs et la révision de leurs mécanismes de gouvernance s'est avérée indispensable pour réduire les coûts d'agence et avoir une gestion efficace qui permet de diminuer le risque d'investissement.

Dans un climat de suspicion et de crise de confiance à l'égard des dirigeants et des administrateurs de sociétés, toutes les parties prenantes ont été amenées à trouver des solutions pour remédier aux faiblesses des systèmes de gouvernance existants. Ainsi, les investisseurs sont devenus de plus en plus attentifs aux règles de la gouvernance appliquées par les entreprises dont ils sont actionnaires. Ainsi, plusieurs efforts ont été faits en la matière au sein des pays développés mais aussi de plusieurs pays en développement afin de mettre en place des systèmes de gouvernance adaptés aux besoins des environnements concurrentiels de ces pays. Le monde a vu dès lors la naissance de nombreux codes de bonnes pratiques que les entreprises sont tenues de suivre. Ainsi, plusieurs chercheurs ont testé l'impact des pratiques de gouvernance sur la performance de la firme. Ils ont conclu qu'une bonne gouvernance d'entreprise permet d'améliorer la performance. A ce propos, les débats sur les bonnes pratiques sont ainsi encore vifs, ce que reflètent les publications des différents rapports sur le sujet (*OCDE, BUYSSE, VIENOT*)⁹². Ces rapports ont souligné l'importance des bonnes pratiques de gouvernance afin de créer de la valeur pour l'actionnaire

Au Maroc, un code de bonnes pratiques de gouvernance des entreprises a été adopté en 2008 suite au travail commun de plusieurs instances officielles et professionnelles (ministère des finances, CGEM, Bank Al-Maghrib, ANPME...). Il constitue un recueil de lignes de conduite et de recommandations alignées sur les benchmarks internationaux et en phase avec les principes énoncés par l'Organisation de coopération et de développement économique (OCDE), tout en étant adaptées au contexte local.

⁹² OCDE : Rapport de l'Organisation pour la Coopération et le Développement Economique portant sur les principes de gouvernance d'entreprise, 2004

-BUYSSE : Code présenté en 2005, constitue une série de consignes sur la bonne gouvernance des entreprises non cotées en bourse.

-VIENOT : Rapport publié en Juillet 1995 en France à la demande de l'Association Française des Entreprises Privées et du Mouvement des Entreprises de France.

L'émergence de la notion de gouvernance a débuté avec les travaux de **Berle et Means (1932)** sur les conséquences de la séparation entre les fonctions de propriété d'une part et celles de décision d'autre part. Ainsi, cette communication théorique tente de montrer et de présenter les conflits d'agence résultant d'une telle séparation entre la fonction de propriété et de décision, et les mécanismes permettant de réduire les coûts d'agence.

Pour répondre à cette ambition, la communication présente d'abord les fondements théoriques de la gouvernance des entreprises, et des entreprises cotées en particulier. Dans un second point, nous présenterons les mécanismes contribuant à la réduction des coûts d'agence et au contrôle des dirigeants.

2. Les fondements théoriques de la gouvernance d'entreprise :

Les origines de la gouvernance d'entreprise peuvent remonter aux débuts de la séparation de la propriété et du pouvoir dans les entreprises. Dès la fin du XVIIIème siècle, **Adam Smith (1776)** relève déjà que la diffusion extrême du capital dégrade les performances économiques de l'entreprise et que les gestionnaires non propriétaires sont moins attentionnés que ceux qui gèrent leur propre entreprise. Elle est considérée comme un cadre d'analyse qui regroupe les théories contractuelles à la fois la théorie de l'agence, la théorie de l'économie des coûts de transactions, et la théorie des droits de propriété.

2.1 La théorie de l'agence est à la base de la gouvernance d'entreprise :

Avec l'émergence de la théorie des droits de propriété dans les années septante, les implications organisationnelles et comportementales liées aux droits de propriétés sont étudiées au niveau des contrats liant propriétaires et dirigeants. En se basant sur cette théorie, **Jensen et Meckling (1976)** considèrent la firme comme « *une fiction légale qui sert de point focal à un processus complexe dans lequel les conflits entre les objectifs des individus (dont certains peuvent être d'autres organisations) sont résolus par la mise en place d'un réseau de relations contractuelles* »⁹³.

A partir de cette nouvelle conception de la firme, **Jensen et Meckling** ont élaboré la théorie d'agence qui tient compte de la multiplicité des catégories de participants dans l'organisation et des divergences d'intérêts qui en découlent. Cette théorie définit la relation qui lie un mandant (le principal) et un mandataire (l'agent) comme un contrat dans lequel une (ou plusieurs) personne(s) a recours au service d'une autre personne pour accomplir en son

⁹³ Jensen & Meckling, 1976, "Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure" Journal Financial Economics, volume 3, p311.

nom une tâche quelconque. Par exemple, les actionnaires, n'ayant pas les compétences nécessaires pour gérer leur entreprise, choisissent de déléguer le pouvoir décisionnel à un dirigeant. La théorie de l'agence ne s'intéresse que partiellement à la définition des objectifs de la firme comme entité, mais principalement à l'analyse des objectifs personnels de chaque partie intervenant dans l'entreprise, chacune cherchant à maximiser sa propre fonction d'utilité.

Parmi l'ensemble de ces stakeholders (parties prenantes), les actionnaires (les principaux) et les dirigeants (les agents) y jouent un rôle central. Les actionnaires, car leurs droits patrimoniaux ne sont exerçables qu'en dernier ressort, après que les créances des autres stakeholders, tels que les créanciers ou salariés, ne soient remboursées. Ce risque doit alors être compensé par l'appropriation du profit de l'exercice et l'actif résiduel en cas de cessation d'activité. Les dirigeants, ayant une position privilégiée dans l'entreprise, disposent d'informations pouvant les inciter à retirer des avantages particuliers, ou à gérer l'entreprise dans leurs intérêts et non plus dans celui des actionnaires. La relation d'agence est qualifiée donc d'un contrat liant le principal à un agent dans le but d'obtenir un service (la gestion de l'entreprise). Cette relation d'agence existe car il y a divergence d'intérêts entre agent et principal. Pour expliquer ces divergences d'intérêts entre les dirigeants et les actionnaires, trois motifs ont été avancés par **Jensen et Meckling (1976)** :

Une première source de conflit provient du fait que les dirigeants 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 qui viennent grever d'autant la performance de l'entreprise. 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 terme de richesse, de notoriété ou de prélèvements non pécuniaires. En deuxième lieu, les managers, contrairement aux actionnaires qui investissent en capital financier, mettent en jeu leur capital humain. Ainsi, le comportement du dirigeant vis-à-vis du risque diffère de celui de l'actionnaire puisque ce dernier est moins sensible à la variabilité des résultats et au risque de faillite. Le risque attaché au capital humain des dirigeants n'est pas diversifiable, alors que le risque des actionnaires peut être minimisé grâce à des stratégies de diversification de portefeuille. En troisième lieu,

les dirigeants disposent d'un horizon limité à leur présence dans l'entreprise et donc privilégient les investissements rentables à court terme⁹⁴.

Suite à ces trois motifs de conflits d'intérêts entre actionnaires et dirigeants apparaît un problème d'asymétrie d'informations entre les deux parties, origine de l'opportunisme des dirigeants.

2.2 La théorie des coûts de transaction :

Dans les sociétés managériales la séparation entre production et gestion d'une part et de la propriété d'autre part se traduit par un affaiblissement de l'exercice de certains attributs : le fructus et l'abusus. Ainsi, nous assistons à une atténuation de la propriété privée puisque l'usage du droit n'est pas exercé par le propriétaire, mais par le gestionnaire. L'atténuation de la propriété a pour origine les exigences de la capacité de gestion. Selon l'analyse transactionnelle de **Williamson**, il est nécessaire d'accumuler de l'expérience, du savoir faire ou des connaissances que nous pouvons caractériser d'actif spécifique. Un tel actif peut être acquis sur le marché. Ainsi, dans cette analyse, il est possible d'appliquer l'alternative « faire » ou « faire faire ». Cette proposition se justifie lorsque l'activité est complexe, les techniques nécessaires à la gestion deviennent spécifiques qu'il serait coûteux pour le propriétaire de les pratiquer lui-même. La théorie des coûts de transaction, Présentée par **Coase (1937)** puis repris et développés par **Williamson (1975)**, choisit la transaction comme unité d'analyse. Les coûts de transaction représentent principalement les coûts de recherche d'information et de négociation avant la signature d'un contrat (coûts de transaction *ex ante*), ainsi que les coûts de contrôle de l'exécution de ce contrat après sa signature (coûts de transaction *ex post*)⁹⁵.

Williamson (1985) considère que deux postulats comportementaux soutiennent ces coûts : la rationalité limitée et l'opportunisme. De plus, la théorie des coûts de transaction pose comme principe que la spécificité des actifs est la dimension majeure pour décrire une transaction⁹⁶.

⁹⁴ Cité par Florent Ledentu, 2008, « Système de gouvernance d'entreprise et présence d'actionnaires de contrôle : le Cas suisse », Thèse présentée à la Faculté des Sciences économiques et sociales de l'Université de Fribourg (Suisse), pour l'obtention du grade de Docteur ès Sciences économiques et sociales.

-Abdelwahed Omri, 2003, « systèmes de gouvernance et performances des entreprises Tunisiennes », Revue française de gestion, no 142, p. 85.

⁹⁵ Cité par Basma SELLAMI, 2010, « gouvernement d'entreprise, investissement dans les activités de recherche et développement et performance », Thèse en vue de l'obtention de doctorat en sciences de gestion, Université Toulouse 1 Capitole.

⁹⁶Cité par Laurent Tanguy, 2011, « De la théorie des coûts de transaction à une économie des coûts de traduction », Thèse présentée et soutenue publiquement En vue de l'obtention du doctorat en sciences de gestion.

- **La rationalité limitée**

Empruntée à **Simon (1957)**, la rationalité limitée représente l'hypothèse cognitive sur laquelle est fondée l'économie des coûts de transaction. Cette notion se réfère à l'incapacité des agents à être totalement informés et à traiter toutes les informations disponibles de manière fiable. La principale conséquence de la rationalité limitée s'incarne dans l'incomplétude des contrats qui ne peuvent pas envisager toutes les situations susceptibles de se produire dans le futur. L'incomplétude des contrats débouche sur l'apparition de comportements opportunistes.

- **L'opportunisme**

Selon **Williamson (1993)**, l'opportunisme signifie que les individus poursuivent leurs propres intérêts personnels. **Brousseau (1993)** considère que les agents sont suffisamment rationnels pour tenter d'exploiter les lacunes et les défauts des arrangements contractuels qu'ils établissent. Ainsi, les individus, motivés par la recherche de l'intérêt propre, recourent à la ruse et à diverses formes de tricherie. En effet, l'opportunisme repose sur une révélation incomplète, déformée ou falsifiée de l'information par un agent, notamment sur ses capacités, préférences ou une dénaturation des intentions et des actions, ce qui en somme amène à une situation d'asymétrie d'information.

En effet, sur la base de cette théorie, il est plus efficace de se lier contractuellement à des salariés spécialistes qui gèrent au nom du propriétaire. Celui-ci minimise alors les coûts en ne contrôlant que les résultats présentés par les gestionnaires. La théorie des coûts de transaction se focalise donc sur les coûts ex post à la conclusion du contrat et incluent les coûts d'inadaptation du contrat et de la transaction, les coûts de marchandage liés à la renégociation des parties pour corriger l'inadaptation, et les coûts de mise en place et de fonctionnement associés au système de gouvernance en charge du règlement des conflits. La bonne structure de gouvernance est donc celle qui permet de minimiser le coût de ces réajustements. **Williamson (1985)** conçoit la firme comme un instrument de gestion en apportant un nouveau traitement à la position du dirigeant, ainsi **Charreaux (1997)**, avance que l'apport du capital humain des dirigeants est traité comme une transaction à part entière, qui nécessite la mise en œuvre des procédures de gestion spécifiques⁹⁷.

⁹⁷ Patrice Charlier, 2008, « Gouvernance, enracinement et performance des entreprises familiales européennes », La comptabilité, le contrôle et l'audit entre changement et stabilité.
-Cité par Amir LOUIZI, 2011, « Les déterminants d'une « Bonne Gouvernance » et la performance des entreprises Françaises : Études empiriques », thèse de doctorat en Sciences de gestion.

2.3 La théorie des droits de propriété :

L'unité d'analyse selon **Furubotn et Pejovich (1972)** sur les droits de propriété est l'individu supposé se comporter en « maximisateur » d'utilité sous contrainte de limites imposées par la structure organisationnelle existante. Le droit de propriété est ainsi défini comme le droit d'utilisation d'un actif, d'en changer la forme et la substance et d'en transférer les droits dans leur globalité – vente – ou partiellement – rente. Cette théorie offre un cadre d'analyse large des organisations, prenant en compte différents schémas de droits de propriété. **Demsetz (1967)** stipule que la fonction première des droits de propriété est de constituer un schéma incitatif à une plus grande internalisation des externalités économiques, étant donné que la structure de propriété elle-même crée-t-elle des externalités dans la mesure où les actionnaires ne peuvent participer à toutes les prises de décision de la firme, et ce d'autant plus que l'actionnariat est dilué. La firme moderne se caractérise par une atténuation des droits de propriété, les actionnaires ayant une capacité réduite à réviser ou terminer leurs relations contractuelles, notamment avec les dirigeants. Cela se manifeste par une diminution du pouvoir de contrôle des actionnaires sur les décisions des agents, du fait non pas de contraintes légales mais du coût de détection du comportement des dirigeants ainsi que des coûts d'incitation à faire converger les intérêts de ces derniers avec l'objectif de maximisation de la richesse des actionnaires. Ainsi selon **Furubotn et Pejovich (1972)**, plus l'actionnariat est dilué, plus ces coûts de surveillance sont élevés, donc plus les dirigeants peuvent facilement poursuivre d'autres buts de maximisation de la richesse. **Marris (1964)**, explique la réduction de richesse supportée par les actionnaires par les coûts requis pour inciter les dirigeants au critère de maximisation du profit, ces derniers ayant alors toute latitude de transfert de richesse des actionnaires à leur profit dans la limite des coûts de surveillance⁹⁸. **Grossman et Hart (1986)** indiquent de manière théorique que la structure de propriété influence de manières à la fois positive et négative la performance de la firme. La concentration des droits de propriété est efficiente *ex post* en termes d'augmentation du surplus et *ex ante* en termes d'incitations à investir en actifs spécifiques dans une relation contractuelle pour le propriétaire des droits de propriété, mais inefficente pour l'individu dénué de ces droits puisqu'au contraire il est dissuadé d'investir dans la relation *ex ante*, ce qui impacte négativement le surplus *ex post*. La solution optimale selon l'auteur en termes de

⁹⁸ BOZEC Yves & Claude LAURIN, 2004, « Concentration des droits de propriété, séparation entre participation au capital et contrôle des votes et performance opérationnelle des sociétés : une étude canadienne », Finance Contrôle Stratégie, Volume 7, N° 2, pp. 123 – 164.

-Op.cit Amir LOUIZI, 2011, « Les déterminants d'une « Bonne Gouvernance » et la performance des entreprises Françaises : Études empiriques », thèse de doctorat en Sciences de gestion.

droits de propriété réside dans l'arbitrage entre les gains et les coûts des droits de propriété en termes d'incitations – contrôle et productivité, par suite entre les gains et les coûts relatifs de l'investissement des agents⁹⁹.

2.4 Les théories de la valeur partenariale et l'intendance¹⁰⁰ :

Ces théories constituent des approches complémentaires et un prolongement des théories contractuelles précitées.

2.4.1 La valeur partenariale : prolongement naturel de la théorie de l'agence :

Chatelin et Trébuck (2003) stipule que L'entreprise est considérée comme un ensemble de contrats, et de mécanismes de gouvernance permettant la sauvegarde des intérêts de chacune des parties prenantes, de les aligner et d'atténuer leur perte d'utilité collective. L'entreprise est ainsi appréhendée comme un nœud de contrats régissant la coopération de différents partenaires aux intérêts individuels divergents. L'auteur indique qu'en termes de spoliation, les actionnaires sont loin d'être les seules victimes. Cette intégration de la notion de valeur partenariale s'inscrit alors dans le prolongement de la théorie positive de l'agence, en élargissant la relation d'agence traditionnelle entre les dirigeants et les apporteurs de capitaux à l'ensemble des relations contractuelles au sein de l'entreprise. Cette définition plus élargie de la gouvernance renvoie aux développements de la théorie de l'agence en direction des champs de la sociologie, de la psychologie et des comportements humain et organisationnel. Le concept de gouvernance élargie présente toutefois une double limite. La première limite est relative non seulement à l'identification exhaustive des parties prenantes à l'organisation mais également de leurs interactions. La deuxième limite se présente Quant à la mesure de la maximisation de la valeur de l'entreprise, elle est d'autant plus complexe que l'on intègre des dimensions non purement économiques (accomplissement des salariés ou qualité d'un produit/service pour les consommateurs) auxquelles s'ajoute une part de subjectivité dans le partage de la création de valeur entre parties prenantes hétérogènes, pouvant posséder des intérêts contradictoires.

⁹⁹ Christian Barrère, 2001, « pour une théorie critique des droits de propriété », Actuel Marx n°29.

¹⁰⁰ Dominique Bessire, 2007, « Qu'est-ce qu'une bonne gouvernance ? », Comptabilité et environnement.

- Op Cit. Basma SELLAMI, 2010, « gouvernement d'entreprise, investissement dans les activités de recherche et développement et performance », Thèse en vue de l'obtention de doctorat en sciences de gestion, Université Toulouse 1 Capitole.

2.4.2 La théorie de l'intendance : l'avènement du dirigeant humaniste :

Fondée sur des bases psychologiques et sociologiques, La théorie de l'intendance s'intéresse au contraire au développement d'une gouvernance d'entreprise sous l'hypothèse de comportement '*altruiste*' des agents. Elle considère les dirigeants comme devant être de '*bons intendants*' de la société, faisant office d'experts et de conseillers, et jouant un rôle actif dans la formation de la stratégie et ses phases d'implémentation. **Davis & al (1997)**, opposent cette dernière à la théorie de l'agence au sens étroit de la relation principal (actionnaires) – agent (dirigeant) sur le plan de la gouvernance. Dans le même sens, **Trebucq (2003)** suppose que les coûts d'agence ne constituent pas les seuls facteurs susceptibles d'expliquer l'impossibilité d'atteindre une performance supérieure. Il serait certainement judicieux d'intégrer à l'analyse d'autres éléments comme l'habileté des individus, leur niveau de connaissances, leurs effets d'apprentissage ainsi que leur degré d'information. Selon **Armstrong (1997)**, La théorie de l'intendance a pour objectif de maximiser le bien-être social par le service plutôt que par le contrôle des partenaires de la firme. D'une autre façon, le dirigeant 'intendant' est responsable de la coordination des moyens matériels et humains avec une prépondérance donnée aux comportements favorisant l'organisation, la coopération plutôt que l'individualisme et la défection.

Trebucq (2003) indique que les théories de l'agence et de l'intendance partagent une analyse centrée sur les comportements d'acteurs précis, les dirigeants et les actionnaires. La différence primordiale entre les deux théories réside dans la conception philosophique de l'homme, égoïste pour la théorie de l'agence, humaniste pour la théorie de l'intendance. L'intendance présuppose ainsi une plus grande efficacité de gestion que l'agence dans la mesure où l'intendant se réalise pleinement dans l'accomplissement du développement et de l'amélioration de l'organisation, ses intérêts étant de fait alignés avec l'ensemble des parties prenantes de la firme. Ce postulat une fois établi, le système de gouvernance se doit non plus de contrôler ou de surveiller le comportement du dirigeant mais de lui laisser toute latitude en facilitant son autonomie, son pouvoir et sa capacité d'innovation, tout contrôle étant même improductif car imposant des obstacles à la motivation.

3. La gouvernance des sociétés cotées

Suite aux scandales financiers et économiques largement médiatisés (Enron, WorldCom, Vivendi, Parmalat, plus récemment EADS ou la Société Générale), les discours et les débats relatifs à la gouvernance des entreprises cotées se sont multipliés de façon exponentielle au cours des vingt dernières années. D'un point de vue académique, les travaux

de recherche en sciences de gestion traitant le gouvernement d'entreprise se sont massivement focalisés sur les entreprises cotées, en pointant du doigt les conflits d'intérêts (relation d'agence) pouvant naître entre propriétaires et managers, ainsi que le rôle joué par les différents conseils et comités dans la diminution des coûts d'agence induits et la réduction du pouvoir discrétionnaire des dirigeants (*Jensen et Meckling 1976 ; Fama et Jensen 1983 ; Gomez 2002*).

3.1 Les divergences d'intérêts entre actionnaires et dirigeants

Les conflits d'intérêts entre actionnaires et dirigeants constituent depuis très longtemps un thème de recherche en sciences des organisations, puisque dès le 18^{ème} siècle le problème avait été identifié par *Adam Smith*. Ce dernier allait même jusqu'à conclure à l'inefficacité des grandes sociétés par actions qui venaient de faire leur apparition, par suite de la dissociation entre la fonction de propriété exercée par les actionnaires et la fonction de gestion, pratiquée par les dirigeants. Les conflits d'intérêt entre actionnaires et dirigeants ne constituent une préoccupation véritable que dans les sociétés où il y a effectivement séparation des fonctions de propriété et de décision. Traditionnellement, ce type de sociétés est représenté par la firme managériale où l'actionnariat est très dispersé, c'est à dire où aucun actionnaire (notamment les dirigeants) ne détient de pourcentage significatif du capital. Bien entendu, ce type de société se rencontre presque exclusivement parmi les sociétés cotées.

Jensen et Meckling (1976) soutiennent que le conflit vient du fait que les dirigeants ne bénéficient pas du gain total de leur effort, malgré qu'ils supportent toute la responsabilité, par conséquent, les gestionnaires essaient de s'approprier certaines ressources de l'entreprise. Les deux auteurs proposent comme moyen pour diminuer ces conflits, une rémunération basée sur les actions de la firme. *Harris et Raviv (1990)* stipulent que les conflits d'agence entre mandataires et mandants proviennent du fait que ces derniers continuent à gérer l'entreprise alors que, du point de vue des actionnaires, cette gestion n'est pas optimale et la liquidation s'avère plus avantageuse. *Stulz (1990)* supposent que les gestionnaires veulent dépenser tous les fonds disponibles à l'entreprise ce qui crée un problème de surinvestissement. Dans le même sens, *McConnell et Servaes (1990)* voient que seules les entreprises en phase de maturité peuvent surinvestir à cause des faibles opportunités de croissance qui se présentent devant elle¹⁰¹.

¹⁰¹ Thierry Poulain-Rehm, 2006, « Gouvernance d'entreprise et actionnariat des salariés : une approche conceptuelle », la Revue du Financier.

Jensen et Meckling (1976) ont relevé trois types de coûts résultant des conflits d'intérêts entre ces deux groupes à savoir¹⁰² :

- **Les coûts de surveillance** : Ce sont les coûts entrepris par l'actionnaire afin de veiller à ce que les dirigeants n'agissent pas à l'encontre de ses intérêts. Par exemple, la vérification des comptes par des comptables externes. Selon les deux auteurs, lorsque les actionnaires externes auront la possibilité de faire des dépenses de surveillance, le dirigeant pourra alors établir un contrat avec les actionnaires pour leur donner le droit de limiter sa consommation des bénéfices supplémentaires liés à son travail.
- **Les coûts de dédouanement** : Elles font référence aux dépenses faites par le dirigeant afin de démontrer aux actionnaires qu'il n'agit pas à l'encontre de leurs intérêts. Par exemple, une entreprise engagée par le dirigeant pour des activités d'autodiscipline et de restriction budgétaire ou de la mise en place d'un système formel de vérification des dépenses.
- **Les coûts résiduels** : représentent les coûts engendrés par le fait que malgré la présence des activités de surveillance et de dédouanement, les actions entreprises par les parties ne maximisent pas la valeur de la firme.

3.2 L'Ouverture du capital et conflits d'agence entre actionnaire-dirigeant

Jensen et Meckling (1976) distinguent les actionnaires insiders des actionnaires outsiders, et considère qu'une ouverture du capital est une source de conflits entre les insiders (actionnaires internes et dirigeant) et les outsiders (actionnaires externes). L'introduction en bourse incite les parties concernées à maximiser leurs utilités respectives à travers le choix des investissements. Selon les deux auteurs les causes de conflits peuvent être le détournement de biens sociaux par le dirigeant. La poursuite de l'activité dans un contexte peu favorable à l'entreprise est la cause de ces conflits selon **Harris et Raviv, (1990)**. D'une manière générale l'actionnaire a pour objectif de réduire son risque et de maximiser la valeur de revente de ses participations. Le dirigeant est incité, en revanche à augmenter ses dépenses discrétionnaires¹⁰³.

Il en résulte la non réalisation éventuelle d'investissements profitables, d'où un problème de sous- investissement. Le dirigeant peut également lancer des projets à rentabilité nulle ou négative suite à l'existence d'une liquidité excédentaire et/ou adopter une politique de sur- investissement. L'ouverture du capital augmente, donc les risques d'une politique

¹⁰² Op cit. Michael C. Jensen & William H. Meckling, 1976, "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure", Journal of Financial Economics, V. 3, No. 4, pp. 305-360.

d'investissement inadéquate. La relation de cause à effet est très ambiguë : Une politique d'investissement intensive incite à l'introduction en bourse, qui donne lieu à de nouveaux projets d'investissement et comporte un risque d'une politique sous-optimale.

Jensen et Meckling (1976) ont développé cette analyse. Ils ont considéré qu'un dirigeant - propriétaire cherche à augmenter les prélèvements des cash flows, lors de l'ouverture du capital. Avant ouverture, il bénéficie d'une valeur de revente de la firme et des avantages en nature en plus de son salaire monétaire fixe. Il ne supporte que les coûts dus à une consommation excessive de ces avantages. Avec l'ouverture du capital, il partage la perte de valeur de la firme liée à cette consommation avec les autres actionnaires externes¹⁰⁴.

3.3 Les mécanismes de gouvernance des entreprises cotées¹⁰⁵:

Afin de résoudre les conflits d'agence en limitant la discrétion des dirigeants et en maximisant le patrimoine des actionnaires, **G Charreaux (1987 et 1992) et M.C. Jensen (1993)** classent les systèmes qui permettent de régler les conflits d'intérêts entre dirigeants et actionnaires dans les sociétés par actions qui font appel au marché financier en deux catégories : les systèmes internes et les systèmes externes.

Wa Mandzila (2005) schématise la typologie des mécanismes de contrôle des dirigeants dans le tableau suivant :

	Mécanismes internes	Mécanismes externes
Mécanismes intentionnels	<ul style="list-style-type: none"> • Contrôle direct des actionnaires (Assemblée) • Conseil d'administration • Structure formelle 	<ul style="list-style-type: none"> • Environnement légal et réglementaire
Mécanismes spontanés	<ul style="list-style-type: none"> • Structure informelle • Surveillance mutuelle • Culture d'entreprise • Réputation interne 	<ul style="list-style-type: none"> • Marchés des biens et des services, financiers, du travail, politique, du capital social. • Intermédiation financière • Environnement sociétal, médiatique

Figure 1 : La typologie des mécanismes de contrôle des dirigeants

¹⁰⁴ Cité par Asma Trabelsi, 2006, « les déterminants de la structure du capital et les particularités du financement dans les PME : une étude sur données françaises », Thèse pour l'obtention du titre de Docteur en sciences de gestion, université Paris IX Dauphine.

¹⁰⁵ Wirtz Peter, 2005, « Meilleures pratiques de gouvernance et création de valeur : une appréciation critique des codes de bonne conduite », Comptabilité - Contrôle - Audit.

3.3.1 Mécanismes de contrôle externe :

Les acteurs qui assurent le contrôle de la direction sont situés hors des frontières de la firme, à titres d'exemple : l'audit externe, les actionnaires qui ne participent pas à la gestion, les prêteurs, le marché financiers, l'Etat.

➤ Audit externe :

Jensen et Meckling (1976) ont identifié l'audit comme moyen de régulation des asymétries d'information et de résolution des conflits d'agence. La qualité d'audit est garante de la qualité de l'information financière divulguée par l'entreprise vis-à-vis de ses destinataires. L'efficacité de la qualité de l'audit comme mécanisme de contrôle et de gouvernance, dépendrait de la qualité de l'auditeur et de la nature des travaux d'audit réalisés. *Ciron et Taffer (1992)* précisent qu'un rapport d'audit sera de qualité que s'il est le résultat d'un processus d'audit techniquement compétent et indépendant. Les politiques comptables des dirigeants seront plus facilement décelés par un auditeur de qualité, autrement dit, la qualité de l'auditeur devrait limiter l'ampleur des manipulations comptables.

➤ Marché financier :

Le marché financier, constitue un mécanisme efficace pour limiter l'opportunisme des dirigeants. Les actionnaires, lorsqu'ils considèrent que la satisfaction de leurs intérêts est imparfaitement prise en compte, peuvent manifester leur mécontentement en vendant leurs titres. En général, le comportement opportuniste des dirigeants va conduire à la dégradation du résultat et ainsi la valeur de l'entreprise. Comme le marché financier évalue la firme en cotant le cours de son action, la dégradation de la valeur de l'entreprise se répercutera sur la valeur de l'action.

Par ailleurs, les OPA-OPE ou les absorptions sont des prises de contrôle inquiétantes pour les dirigeants qui seront menacés d'être évincés. Ainsi, l'équipe dirigeante ayant le souci de conserver sa place, cherchera à satisfaire ses actionnaires pour que ceux-ci ne cèdent pas leurs actions.

➤ Organismes financiers

Pour éviter le risque d'octroi de crédits à des entreprises non performantes ou non solvables, les organismes financiers exercent un contrôle ex-ante et un contrôle ex-post. Le contrôle ex-ante est opéré lors de la décision d'octroi de crédit par la banque grâce à une étude opérée sur la situation de la société emprunteuse. Un contrôle ex-post sera effectué par la suite pour s'assurer du remboursement du crédit octroyé.

L'octroi ou non de dette, le suivi des remboursements, la révision des clauses contractuelles, etc, constituent des signaux émis concernant la situation de l'emprunteur et des moyens de contrôle des dirigeants.

➤ Systèmes d'informations externes

Il s'agit des analystes financiers et des agences de notation. Ils évaluent la performance de la firme et conseillent les investisseurs sur le marché ; l'impact de leurs travaux est ressenti directement sur le cours des entreprises analysées. Jensen et Meckling (1976) stipulent que leur rôle n'est pas d'une grande importance vis-à-vis de la discipline des dirigeants ; cependant, il n'en demeure pas moins qu'ils peuvent constituer un obstacle pour l'enracinement de l'équipe dirigeante.

➤ L'Etat

Les normes et les lois édictées par l'Etat visant à prohiber les comportements irréguliers, à titre d'exemple, l'instauration de l'obligation de recours aux commissaires aux comptes pour la certification des informations publiées, ou l'instauration d'instances spécialisées chargées de la surveillance du bon fonctionnement du marché financiers ; SEC aux Etats Unis, AMF en France. Ces organismes obligent les sociétés, entre autres, à fournir des publications rapides et sincères soumises à leur contrôle.

Les mécanismes de gouvernance externes précités dont l'efficacité est fondée essentiellement sur leur caractère concurrentiel sont complétés par des mécanismes internes.

3.3.2 Mécanismes de contrôle interne :

Ces mécanismes comptent sur des intervenants internes à l'entreprise pour surveiller les agissements des dirigeants. Le contrôle du conseil d'administration, la surveillance mutuelle entre dirigeants, les contrôles des actionnaires, le contrôle des salariés.

➤ Le conseil d'administration :

Fama (1980) lui attribue la mission de contrôler les principaux dirigeants. Théoriquement, il doit s'assurer que les décisions prises par ces derniers servent les intérêts des actionnaires. Notons toutefois que le rôle disciplinaire du conseil d'administration peut être limité, surtout si le nombre d'administrateurs sous l'autorité de la haute direction est élevé. C'est souvent le cas lorsque les administrateurs internes (c'est-à-dire les administrateurs qui sont au service de l'entreprise ou qui sont d'anciens employés retraités) sont dominants.

➤ La participation des dirigeants au capital :

Leland et Pyle, 1997, avancent qu'en ayant une participation élevée au capital de l'entreprise, les dirigeants ont tendance à aligner leurs intérêts sur ceux des actionnaires. Une mauvaise gestion des ressources de l'entreprise met en effet en danger la portion de leur richesse qui est reliée à la valeur marchande de l'entreprise.

➤ Surveillance mutuelle des salariés

Deux moyens sont à la disposition des salariés pour exercer leur contrôle : Des moyens formels et informels. La dénonciation du comportement opportuniste des dirigeants par le personnel afin de préserver la performance de la firme et de consolider sa réputation au niveau du marché du travail. Ce pouvoir peut être structuré à travers un organisme syndical comme il peut être autonome à travers une action individuelle notamment lorsqu'un salarié saisi la commission de travail.

➤ Les contrats de rémunération incitatifs :

Les régimes d'option et les primes sont généralement considérés comme des modalités de contrats incitatifs. **Shleifer et Vishny (1997)** estiment que les régimes d'options utilisés comme contrat de rémunération incitatif constituent une alternative efficace puisqu'en maximisant la valeur des actions de l'entreprise, les gestionnaires maximisent également la valeur de leurs options. La motivation à travers la rémunération passe principalement par les plans d'actionnariat et de stock-options qui comme **Poulain Rehm (2000)** l'indique, « ... semble en nature à satisfaire les besoins de progression et d'épanouissement au travail grâce à l'association directe au futur de l'entreprise ».

➤ Droit de vote des actionnaires

C'est un mécanisme par lequel les actionnaires exercent directement leur surveillance à la fois sur le conseil d'administration et sur les dirigeants étant donné que même les membres du conseil supposés représenter les intérêts des actionnaires ont eux-mêmes des objectifs divergents de ceux des propriétaires. En effet, les actionnaires peuvent contrôler les dirigeants ; l'assemblée générale des actionnaires non satisfaite des performances obtenues par l'équipe dirigeante peut la sanctionner en le remplaçant par une nouvelle équipe.

3.4 Le développement des codes de bonnes pratiques de gouvernance

Plusieurs codes de bonnes pratiques sur la gouvernance d'entreprise ont été développés dans différents pays suite aux résultats associés aux événements politiques et économiques décrits auparavant. Ces codes ont pour objet de mettre fin aux problèmes et inquiétudes grandissantes concernant le mode de gestion des entreprises, le contrôle et la

véracité des rapports financiers et des chiffres comptables. En France par exemple, les rapports Viénot I (1995), Viénot II (1999) et Bouton (2002) recommandaient leur mise en oeuvre. Au Royaume-Uni, il s'agit des rapports Cadbury (1992) et Hampel (1998). Ainsi, plusieurs principes de gouvernance ont été également publiés par l'OCDE en 1999, révisés en 2004 et validés par la Banque Mondiale¹⁰⁶.

L'objectif de ces codes est de définir des recommandations en matière d'organisation et de transparence des entreprises afin d'obtenir le meilleur compromis entre surveillance et efficacité de leur haute direction. Ces notions ont été établies en fonction de résultats empiriques et de discussions au sein de groupes d'experts. Ces recommandations proposent ainsi généralement des règles à suivre en matière d'organisation et de transparence au niveau du conseil d'administration, de la rémunération des dirigeants, des droits des actionnaires, du rôle des réviseurs, des mesures anti-OPA, de la structure du capital et du rôle des actionnaires importants.

Au Maroc, un code Marocain de Bonnes Pratiques de Gouvernance d'Entreprise a été mis en place en Février 2007, par une commission nationale « Gouvernance d'Entreprise » chargée d'élaborer, à l'instar de nombreux pays développés et émergents. Il permet de promouvoir les pratiques de bonne gouvernance au sein des entreprises du secteur tant public que privé. Aligné sur les benchmarks internationaux, et largement inspiré des principes de gouvernement d'entreprise de l'OCDE, le Code Marocain de Bonnes Pratiques de Gouvernance d'Entreprise a fait l'objet d'une large consultation publique, à la fois au niveau national et international, en vue de l'adapter au contexte local et aux spécificités du tissu économique marocain. Il a pour objectif de¹⁰⁷ :

- ✓ Améliorer les performances et la compétitivité des entreprises et accroître ainsi leur valeur à long terme grâce à la qualité de leurs organes de gouvernance (Conseil d'Administration, Conseil de Surveillance, Directoire, Conseil de Famille, Conseil de Direction...);
- ✓ Optimiser l'accès au financement et le coût du capital ;
- ✓ Renforcer la confiance des investisseurs et des bailleurs de fonds nationaux et internationaux grâce à l'amélioration de la transparence et de la qualité de

¹⁰⁷ Ministère des affaires économiques et générales & CGEM, 2008, « Code marocain de bonnes pratiques de gouvernance d'entreprise ».

l'information financière d'une part et au respect des droits des actionnaires majoritaires et/ou minoritaires qu'ils soient résidents ou non d'autre part ;

- ✓ Consolider les relations avec les parties prenantes (employés, clients, créanciers, Administration, ...) grâce au respect des dispositions législatives et réglementaires en vigueur (droit boursier, droit du travail, droit des sociétés, droit commercial,...) et/ou contractuelles.

Conclusion :

Le présent article nous a permis de présenter de nombreuses réflexions théoriques sur la gouvernance des entreprises cotées. Principalement, Il apparaît que la gouvernance n'a pas une définition unanime et que les auteurs ainsi que les chercheurs choisissent leur propre définition sur la base de plusieurs variables.

les théories dites contractuelles que nous avons exposé dans notre étude à savoir, la théorie d'agence, la théorie des coûts de transactions et la théorie des droits de propriété, constituent la base dans l'explication de la notion de la gouvernance des entreprises en général et des entreprises cotées en particulier, tout en se focalisant sur les conflits d'intérêts pouvant naître entre les propriétaires et les managers dans le cadre des entreprises cotées en bourse. via ces soubassements théoriques nous avons pu comprendre les sources des différents coûts d'agence et leurs conséquences sur la performance de la firme.

Dans ce sens, différents mécanismes de contrôle et de gouvernance ont été avancés par la littérature, ainsi que les codes de bonne pratique de gouvernance pour mettre fin aux dysfonctionnements et inquiétudes grandissantes concernant le mode de gestion des entreprises.

Bibliographie :

- *Alain Zoukhoua Eric*, 2006, « *La complémentarité des approches théoriques de la gouvernance : application au secteur associatif* », *Comptabilité, Contrôle, Audit et institution*.
- *Barrère Christian*, 2001, « *pour une théorie critique des droits de propriété* », *Revue Actuel Marx*, n°29, pp.11-45.
- *Bessire Dominique*, 2007, « *Qu'est-ce qu'une bonne gouvernance ?* », *Comptabilité et environnement*.
- *BOZEC Yves & Claude LAURIN*, 2004, « *Concentration des droits de propriété, séparation entre participation au capital et contrôle des votes et performance opérationnelle des sociétés : une étude canadienne* », *Finance Contrôle Stratégie, Volume 7, N° 2*, pp. 123 – 164.
- *Patrice Charlier*, 2008, « *Gouvernance, enracinement et performance des entreprises familiales européennes* », *La comptabilité, le contrôle et l'audit entre changement et stabilité*.
- *CHARREAUX Gérard et Philippe DESBRIERE*, 1998, « *Gouvernance des entreprises : valeur partenariale contre valeur actionnariale* », *Finance Contrôle et Stratégie, Volume 1, N° 2*, pp. 57 – 88.
- *Commission nationale de gouvernance d'entreprise*, 2008, « *code marocain de bonnes pratiques de gouvernance d'entreprise* ».
- *Confédération générale des entreprises au Maroc*, 2009, « *la Gouvernance d'entreprise au Maroc* ».
- *DEMSETZ H.*, 1988, « *The Theory of the Firm Revisited* », *Journal of Law, Economics and Organization*, Vol. 1, N°4.
- *DJIMNADJINGAR Ratangar*, 2012, « *Gouvernance et performance des PME familiales au Tchad* », université des sciences et technologies de LILLE 1, Thèse de doctorat en Sciences de gestion.
- *Elmanaa Madani Wiem*, 2009, « *Théorie de l'agence et composition du conseil d'administration dans les entreprises familiales : Apports et limites* », *La place de la dimension européenne dans la Comptabilité Contrôle Audit*
- *GUEDRIB BENABDERRAHMEN Mouna*, 2013, « *impact des mécanismes internes de gouvernance sur le risque fiscal : une étude menée sur le contexte tunisien* », Université de Franche-Comte & Université Tunis el Manar, Thèse de doctorat en Sciences de gestion.
- *Jensen et Meckling*, 1976, "Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure", *Journal Financial Economics*, Vol. 3, No. 4, pp. 305-360.

- Kolsi Manel, Hanen Ghorbel, 2011, « effets des mécanismes de gouvernance sur la performance financière et boursière : cas des entreprises canadiennes », *Comptabilités, économie et société*.
- LEDENTU FLORENT, 2008, « système de gouvernance d'entreprise et présence d'actionnaire de contrôle : le cas suisse », Thèse présentée à la Faculté des Sciences économiques et sociales de l'Université de Fribourg (Suisse).
- LOUIZI Amir, 2011, « Les déterminants d'une « Bonne Gouvernance » et la performance des entreprises Françaises : Études empiriques », Thèse de doctorat en Sciences de gestion. Université Jean Moulin Lyon 3 Université de Sfax.
- Omri Abdelwahed, 2003, « Systèmes de gouvernance et performance des entreprises tunisiennes », *Revue française de gestion*, no 142, pp. 85-85.
- OCDE, 2004, « principes de gouvernement d'entreprise ».
- Parrat F., 2003, « le Gouvernement d'entreprise », Dunod.
- Poulain-Rehm Thierry, 2006, « Gouvernance d'entreprise et actionnariat des salariés : une approche conceptuelle », *la Revue du Financier*.
- Sabri Boubaker et Florence Labégore, 2011, « la gouvernance des sociétés françaises cotées est elle toujours familiales ? », *Management & Avenir*, N°49, pp.16-35.
- SELLAMI Basma, 2010, « gouvernement d'entreprise, investissement dans les activités de recherche et développement et performance », Thèse en vue de l'obtention de doctorat en sciences de gestion, Université Toulouse 1 Capitole.
- Shleifer Andrei and Robert W. Vishny, 1997, "A Survey of Corporate Governance", *The Journal of Finance*, Vol. 52, N° 2, pp.737-783.
- Tanguy Laurent, 2011, « De la théorie des coûts de transaction à une économie des coûts de traduction », Thèse présentée et soutenue publiquement En vue de l'obtention du doctorat en sciences de gestion.
- Turnbull S., 1997, "Corporate Governance: Its scope, concerns and theories", *Corporate Governance*, Volume 5, N°4, pp.180–205.
- Wirtz Peter, 2005, « Meilleures pratiques de gouvernance et création de valeur : une appréciation critique des codes de bonne conduite », *Comptabilité - Contrôle – Audit*, tome 11, vol. 1, pp. 141-159.