

Sociologie du travail 47 (2005) 451–469

## Entreprises et gouvernance en France : perspectives historiques et évolutions récentes

### Firms and governance in France: Historical perspective and recent trends

Marie-Laure Djelic, ESSEC, Philippe Zarlowski, ESSEC

#### Résumé

La France serait-elle par nature et de manière essentielle une société bloquée ? Une mise en perspective historique donne une tout autre image du paysage économique et social français. En particulier, nous soulignons dans cet article les transformations qui modifient en profondeur la firme française et sa gouvernance. L'histoire du changement que nous retraçons s'inscrit en partie dans un mouvement de fond qui dépasse largement nos frontières et qu'il est facile de résumer en un mot — mondialisation. Les évolutions de la firme française et les transformations de ses logiques de gouvernance peuvent en partie se comprendre comme une réaction à des pressions externes puissantes qui poussent notre économie ainsi que celle de nombreux autres pays dans une direction bien particulière. Et pourtant, même si le changement semble se faire dans une direction particulière, une analyse plus fine montre que les transformations sont en fait des adaptations, des traductions, des hybridations et qu'elles se font en négociation constante avec les logiques institutionnelles préexistantes. Les avancées de la mondialisation et du néolibéralisme sont réelles ; mais ces avancées sont contextualisées, imbriquées dans des logiques locales qui limitent leur portée et leur impact. — Numéro spécial : *Les nouveaux formats de l'institution*.

#### Abstract

Does France have a society that is blocked by nature and essence? A historical perspective yields a completely different view of the country's social and economic landscape. In particular, attention is drawn to the deep transformations of French firms and of their governance. The history of this change

partly fits into a broader trend that, reaching well beyond borders, can be easily summed up through a single word — “globalization”. Changes in French firms and in their “logics of governance” can partly be seen as a reaction to powerful outside pressures that are pushing the economies of France and many other countries in a particular direction. Still, as we probe further, we realize that these changes are, in fact, adaptations, translations and hybridizations that involve ongoing negotiations with already existing institutional frames and logics. The advance of globalization and neoliberalism is quite real; but it interplays with and is embedded in local settings and logics that limit its scope and impact. — Special issue: *New patterns of institutions*.

*Mots clés* : Firme et gouvernance ; Capitalisme français et mondialisation ; Changement institutionnel

*Keywords*: Firm and governance; French capitalism; Globalization; Institutional change institutional; France

## 1. Introduction

La France serait-elle de nouveau (voire par nature et de manière essentielle) une société bloquée ? À en croire la prolifération de pamphlets récents dénonçant l’immobilisme, les rigidités, voire l’archaïsme de notre système économique et social, il semblerait en effet que la France soit un pays qui ne peut pas, ou ne veut pas, changer (Quême, 2002 ; Baverez, 2003). Pourtant, la mise en perspective historique donne une tout autre image du paysage économique et social français. Si l’on prend en considération les 60 dernières années, ce qui frappe, au contraire, c’est une transformation en profondeur et de fait relativement rapide. En particulier, les règles du jeu économique et les institutions sous-jacentes au capitalisme français ont considérablement évolué, avec un impact en retour sur l’organisation sociale, politique voire culturelle et morale de notre pays.

Notre objet dans cet article est plus précisément la firme et sa gouvernance. Nous cherchons à retracer, dans ses grandes lignes, le processus de transformation, toujours en cours, qui redéfinit l’entreprise française par étapes depuis 60 ans et plus rapidement encore depuis une quinzaine d’années. Ce faisant, nous prenons nos distances par rapport à deux formes de pessimisme qui ont tendance à se partager le « marché » de l’analyse socio-économique dans notre pays : le pessimisme déplorant la lenteur voire l’incapacité française à s’adapter dans un environnement « mondialisé » et le pessimisme dénonçant au contraire le triomphe sur notre sol des logiques de la mondialisation, perçues dans cette perspective comme profondément néfastes et destructrices.

Le chemin décrit et mis en perspective dans cet article parle de changements profonds — voire, et les mots ne sont sans doute pas trop forts, d’une réinvention du capitalisme français. Les changements récents qui ont un impact sur le discours et en partie sur les pratiques associées à la gouvernance d’entreprise sont significatifs comme nous l’illustrons plus bas. Cette contribution s’attache à montrer, par ailleurs, que ces évolutions récentes ne sont pas radicales et soudaines mais s’inscrivent dans un processus long et profond de transformation du capitalisme français. La réalité de ce qu’est une entreprise, mais aussi notre conception et notre compréhension de la notion d’entreprise ont changé de manière significative depuis la fin de la deuxième guerre mondiale. La contextualisation historique proposée dans la première section de cet article est indispensable, selon nous, à une réelle compréhension des transformations

récentes en matière de gouvernance d'entreprise que nous présentons de manière plus systématique dans la deuxième section.

L'histoire du changement que nous retraçons s'inscrit en partie dans un mouvement de fond qui dépasse très largement nos frontières et qu'il est facile de résumer en un mot — mondialisation. Mais si nous retenons la nécessité de replacer le mouvement français dans un contexte plus vaste et que nous pouvons, pour cela, garder le terme de « mondialisation », le sens que nous donnons à ce terme et la réalité qu'il recouvre selon nous sont assez différents de ce qui est généralement sous-entendu, comme nous le montrons dans la première section de cet article. Les évolutions de la firme française et les transformations de ses logiques de gouvernance peuvent en partie se comprendre comme une réaction à des pressions externes puissantes qui poussent notre économie ainsi que celle de nombreux autres pays dans une direction bien particulière. Et pourtant, même si un tel changement semble effectivement se produire, une analyse plus fine montre que les transformations sont en fait des adaptations, des traductions, des hybridations et qu'elles se font en négociation constante avec les logiques institutionnelles préexistantes. Les avancées de la mondialisation et du néolibéralisme sont réelles ; mais elles sont contextualisées, imbriquées dans des logiques locales qui limitent leur portée et leur impact. Dans la conclusion de l'article, nous nous posons la question de savoir si, et en quoi, l'expérience française est différente de celle de ses voisins européens. Nous replaçons aussi les discussions sur la gouvernance dans le périmètre plus large des débats sur le changement institutionnel et la transformation des capitalismes (voir aussi [Djelic et Quack, 2003](#)).

## 2. Les transformations de l'entreprise française : perspectives historiques

En France comme dans bien d'autres pays européens, la deuxième guerre mondiale représente un moment d'inflexion fort. Les transformations contemporaines de l'économie française s'ancrent dans un parcours historique qui nous fait remonter jusqu'à cette période. À la fin de la deuxième guerre mondiale, un sentiment aigu de crise a généré en France un autoquestionnement profond et l'élite résistante qui avait pris le pouvoir a choisi de remettre en cause une organisation politique, sociale et économique trop associée aux faiblesses de la France et à sa défaite. Les solutions du passé avaient perdu toute légitimité ; il en fallait de nouvelles<sup>1</sup>. En parallèle, l'ambition qui accompagnait le renouveau politique et l'objectif du général de Gaulle et d'une bonne partie de son équipe était de permettre à la France de (re)devenir une grande puissance.

Ce questionnement et cette recherche de nouvelles solutions pour porter un projet ambitieux se situaient à l'époque dans un contexte géopolitique tout à fait particulier. Le monde se divisait en deux sphères d'influence — les États-Unis et l'Union soviétique s'imposant comme deux très grandes puissances de plus en plus exclusives et hostiles. Entre 1945 et 1947, on trouvait en France des signes d'hésitation. À l'issue de cette période, la France tombait de plus en plus clairement dans l'orbite d'influence américaine. La dépendance vis-à-vis des États-Unis se confirma avec les débuts de la guerre froide et le lancement du Plan Marshall. Les États-Unis étaient alors devenus le seul pays pouvant représenter un modèle pour la France et offrant des solutions « crédibles » et « disponibles », à la hauteur des ambitions fran-

<sup>1</sup> Certaines réorientations importantes avaient été initiées de fait pendant la guerre, sous le régime de Vichy. De manière quelque peu ironique, il semble qu'il y ait une continuité assez forte (mais aussi des différences) entre la politique économique de Vichy et celle des gouvernements d'après guerre ([Paxton, 1973](#)). Dans les deux cas, de toute façon, c'est une insatisfaction profonde par rapport aux solutions du passé qui motive ces réorientations.

çaises (Djelic, 1998). Le caractère unique du capitalisme américain était assez frappant pour que l'élite française en arrive bientôt à croire que le retour de la France au rang des grandes puissances exigeait une évolution de ses structures économiques selon le « modèle américain » (Commissariat général au Plan, 1946).

### 2.1. De l'influence d'un modèle américain

Tel qu'il apparaissait à l'observateur français, ou de fait européen, après la deuxième guerre mondiale, le capitalisme américain était unique et exceptionnel, et ce à plusieurs titres. La taille moyenne des entreprises américaines, tout d'abord, était un trait particulièrement marquant. Qui plus est, le nombre et la puissance des très grands acteurs économiques étaient très supérieurs à ce que l'on trouvait en Europe (Chandler, 1990 ; Cassis, 1997). Ensuite, l'impact de la loi antitrust était tout à fait étonnant pour les Européens. Les cartels et autres « restrictions du commerce » ayant une portée fédérale furent prohibés *per se* dans le cadre de la Loi Sherman. Les premières décisions de jurisprudence confirmèrent en effet l'illégalité des cartels tout en laissant la porte ouverte aux fusions organiques et à la transformation oligopolistique, de fait, d'une grande partie de l'industrie américaine (Sklar, 1988 ; Djelic, 1998).

Un autre élément caractéristique du capitalisme américain était la forte présence de la société anonyme (*joint stock corporation*) comme structure légale (Roy, 1997). La diffusion large d'une telle structure légale impliquait en réalité une évolution en profondeur du sens donné à la propriété privée. Les nouvelles grandes sociétés par actions devinrent la propriété collective d'actionnaires très dispersés. Et progressivement ces propriétaires furent écartés des lieux de contrôle et de décision internes, de la direction de la société (Berle et Means, 1932). Cette séparation de la propriété et du contrôle et la complexité des nouvelles entités industriel-

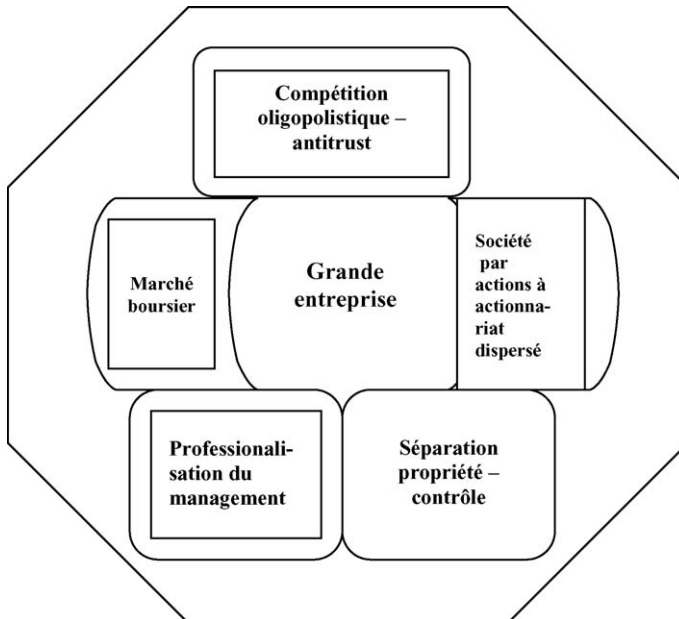


Fig. 1. Le modèle américain en 1950.

les avaient créé les conditions pour penser l'entreprise comme une « organisation » ayant besoin de « management ». À partir des années 1910, ce mouvement vers la professionnalisation et la rationalisation scientifique du management avait pris de l'ampleur (Burnham, 1941).

Vers la fin des années 1930, un type de capitalisme nouveau était ainsi clairement identifiable aux États-Unis, très différent du capitalisme familial et/ou organisé qui dominait un peu partout ailleurs et en particulier en Europe. Pour simplifier, et même si bien sûr nous avons conscience de la nature complexe et multifacettes de l'économie américaine, dans le temps et dans l'espace, nous utilisons le label « modèle américain » pour regrouper l'ensemble de caractéristiques très particulières associées à ce type de capitalisme. La figure 1 (voir Fig. 1) présente une synthèse graphique de ce modèle.

## 2.2. Les étapes, les acteurs et les mécanismes de la diffusion

Bien sûr, le caractère systémique de ce « modèle américain » est une reconstruction post-hoc. Les acteurs de la modernisation française dans la période d'après guerre en avaient une vision plus partielle (Commissariat général au Plan, 1946 ; Harbison et Myers, 1959). Les Français et, plus généralement, les Européens ont « fait leur marché » parmi les éléments caractéristiques du modèle américain — prenant et choisissant, laissant de côté, et réinterprétant au fil du processus les éléments choisis, parfois de façon tout à fait significative (Berghahn, 1986 ; Djelic, 1998). Dans la France d'après guerre, l'élément véritablement marquant était la grande entreprise capitaliste. Après la deuxième guerre mondiale, la tentative de transfert du modèle américain en France a essentiellement été une tentative de restructuration d'un certain nombre d'industries clefs autour d'une ou de quelques grandes entreprises hautement capitalistes — avec au bout du compte l'émergence dans ces industries de logiques oligopolistiques. L'intérêt pour le management dans sa dimension professionnelle voire scientifique ne s'est manifesté qu'un peu plus tardivement, au milieu des années 1950, quand il est apparu de plus en plus évident que les nouveaux grands champions français ne pouvaient pas être dirigés comme de simples sociétés familiales (Bloch-Lainé et Bouvier, 1986). Par ailleurs, l'attention portée en France à cette époque, d'une part à la législation antitrust, d'autre part à la société anonyme et à la propriété privée dispersée ou à la bourse, resta dans l'ensemble très faible. De fait, beaucoup de grands champions français dans l'après guerre furent nationalisés et devinrent propriété de l'État. Il faudrait encore plusieurs années avant que ces éléments caractéristiques du capitalisme américain n'arrivent jusqu'aux rivages français (Orléan, 1999).

Le projet visant à transformer les structures économiques françaises et à les aligner, dans plusieurs de leurs dimensions importantes, sur un modèle américain a pu être envisagé en France pour deux raisons principales. Premièrement, il y avait un réseau dense de liens personnels entre une minorité petite mais incontournable, de l'élite française — en particulier autour de Jean Monnet — et un groupe de modernisateurs américains qui tenaient les rênes de la politique étrangère aux États-Unis et s'étaient attribué la mission de créer les conditions de la paix et de la prospérité dans des pays autrefois troublés (Hogan, 1985 ; Djelic, 1998). Construits en partie sur ces liens personnels forts, des canaux institutionnels rapprochaient bientôt les deux pays. Les institutions du Plan Marshall et du programme de productivité qui lui était associé ont été particulièrement importantes dans ce contexte (Kuisel, 1988). Elles ont aussi, pour les modernisateurs français, généré des ressources et un soutien fort pour un projet complexe et ambitieux, se heurtant localement à un grand nombre de résistances.

La seconde raison pour laquelle des transformations économiques de grande ampleur ont été possibles en France est que l'élite française de modernisation a pu exercer un fort pouvoir de contrôle sur l'économie nationale. La nationalisation de plusieurs secteurs clés, la prise de contrôle directe et indirecte du secteur bancaire et le mécanisme centralisé et puissant du Commissariat général au Plan ont représenté, en se combinant, des leviers puissants pour les modernisateurs français. Ceci leur a permis de pousser à une transformation majeure de l'économie nationale, en dépit d'une forte résistance de la part des acteurs concernés — patronat et syndicats en particulier<sup>2</sup>. Les efforts du Commissariat général au Plan ont rapidement été relayés par la création d'une école pour la formation des hauts fonctionnaires — l'ENA (École nationale d'administration). Très vite, un petit groupe de modernisateurs du Commissariat général au Plan et du Trésor s'est imposé à l'ENA, prenant le contrôle du curriculum et insufflant une philosophie particulière. À leur sortie de l'école, les énarques étaient les champions de la croissance économique et du rendement, les avocats des sociétés industrielles, du capitalisme managérial et de la productivité. Ils étaient en faveur des hiérarchies organisationnelles et de la production de masse, se sentant plus proches des cadres dirigeants ou des managers de grandes sociétés que des patrons de petites et moyennes entreprises (Kesler, 1985).

### 2.3. Le capitalisme « technocratique » : un hybride

Vers la fin des années 1980, le capitalisme français avait déjà beaucoup changé par rapport à ce qu'il était à la fin de la deuxième guerre mondiale. Ces évolutions reflétaient d'une part des pressions internes, comme on l'a vu, qui exprimaient une insatisfaction par rapport au statu quo. Ces pressions internes étaient complétées, renforcées, stabilisées par des pressions externes. Au départ, ces pressions externes vinrent directement d'institutions américaines publiques ou semi-publiques bientôt relayées à partir des années 1960 par des acteurs privés (firmes et sociétés de service américaines en route vers la multinationalisation), mais aussi par la montée en puissance d'espaces transnationaux (la Communauté européenne ou l'OCDE — Organisation de coopération et de développement économiques —) ou d'organisations internationales (GATT — General Agreement on Tariffs and Trade —, Banque mondiale et FMI — Fonds monétaire international —,...).

Ces pressions, internes ou externes, allaient à peu près dans la même direction. La modernisation française s'était attaquée à un capitalisme familial, caractérisé par des entreprises de taille petite ou moyenne où propriété et contrôle restaient confondus et où le management, au sens moderne et professionnel du terme n'existait quasiment pas. Ces entreprises étaient autonomes légalement mais reliées, parfois étroitement, par des cartels ou ententes. Dans les années 1980, le capitalisme français était devenu un capitalisme d'industries oligopolistiques, de grandes entreprises possédées par l'État et gérées par des technocrates dans un esprit managérial. Il est donc possible de proposer, en fait, que le capitalisme français des années 1980 était un capitalisme « hybride ». La combinaison et l'interaction des pressions détaillées plus haut avaient été à l'origine d'une transformation de ce capitalisme dans certaines de ses dimen-

<sup>2</sup> Les archives et l'historiographie (voir Djelic, 1996, pp. 402–418 ; Kuisel, 1981 ; Bloch-Lainé et Bouvier, 1986) montrent une classe capitaliste française dans sa très grande majorité frileuse, fortement averse au risque et résistante aux changements, ceci en tout cas jusque dans les années 1960. La CGPME (Confédération générale du patronat des petites et moyennes entreprises) était bien sûr la fédération la plus violemment opposée au mouvement en cours, arguant que les « restructurations imposées (par les technocrates) menaient l'économie française à sa perte » (cf. organe de la CGPME : Volonté du Commerce et de l'Industrie, février 1952 ; voir aussi Erhmann, 1957). Mais le CNPF (Conseil national du patronat français) aussi, dans sa grande majorité, était au mieux réticent et inquiet dans les premiers temps du projet de modernisation (Ricard, 1946).

sions importantes — la taille des entreprises, la structure des industries et la professionnalisation du management. Sur ces dimensions-ci, le capitalisme français s'était indubitablement « américanisé ». En revanche, les grandes entreprises restaient dans une vaste majorité propriété d'État et les marchés boursiers ne jouaient alors qu'un rôle très faible. Sur ces dimensions-là, il n'y avait pas eu « américanisation », loin de là, dans les années 1980.

En parallèle aux transformations françaises décrites dans cet article, il est important de souligner que le capitalisme américain lui aussi, bien sûr, avait évolué pendant cette période. Il serait trop long de rentrer dans le détail de ces évolutions. Il suffit de souligner ici que dans le « modèle américain » tel que défini plus haut, l'équilibre des forces se transforma dans les années 1970 et 1980 en faveur des actionnaires (ou propriétaires) — les managers professionnels devant se mettre au service de la « maximisation de la valeur pour l'actionnaire ». Le cœur de la création de valeur dans le système capitaliste américain se déplaça de l'entreprise capitalistique vers la constellation financière, où les marchés boursiers jouaient un rôle clef. C'est sous cette forme actionnariale et financière que le capitalisme américain revint de manière puissante sur le devant de la scène dans les années 1990, influençant de manière directe par sa présence et de manière indirecte en tant que modèle de nombreux capitalismes nationaux.

La globalisation contemporaine est en partie la traduction de ce mouvement expansionniste au double sens d'activisme direct et de structuration normative. La chute du communisme, bien sûr, fut un facteur d'accélération légitimant a contrario le capitalisme dans sa version a priori la plus « pure », c'est-à-dire dans sa version alors anglo-saxonne (Djelic, 2006). Un autre développement important pour comprendre les évolutions récentes fut l'accélération dans la seconde moitié des années 1980 du projet européen. La marche vers le traité de Maastricht et l'Union européenne voulait dire une pression accrue en direction de l'ouverture et de la compétition sur les marchés européens. Très concrètement, cela impliquait un désengagement progressif mais inéluctable de l'État à travers la dérégulation et si nécessaire la privatisation.

C'est dans ce contexte général que l'État français se désengagea progressivement et par étapes d'un certain nombre de « champions nationaux ». Ce désengagement se produisit non pas directement sur et par les marchés mais à travers la création de « noyaux durs » ou « participations croisées » entre les mastodontes du capitalisme français (Morin, 1998 ; Barca et Becht, 2001). C'est aussi dans ce contexte qu'à partir de la fin des années 1980 le marché boursier français s'engagea dans une internationalisation progressive et s'ouvrit par étapes aux investisseurs étrangers. La modernisation et l'internationalisation de la place financière parisienne lancées avec les réformes de la fin des années 1980 allaient stimuler le rôle et la place de la bourse dans le capitalisme français. Le nombre d'entreprises cotées progressa rapidement, et à terme ces évolutions combinées allaient avoir un impact important comme nous le montrons maintenant pour la gouvernance des entreprises françaises.

### 3. Entreprises et gouvernance : transformations formelles et impact réel

Dans l'acception qui nous intéresse, la gouvernance de l'entreprise fait référence aux mécanismes régulant les relations entre actionnaires ou propriétaires et managers (i.e. entre principaux et agents). L'idée même de gouvernance implique donc, par nature, une séparation entre propriété et contrôle (Berle et Means, 1932). Dans sa version contemporaine, le concept de gouvernance implique, qui plus est, une compréhension de la notion de propriété très marquée par le « modèle américain » décrit plus haut — sociétés anonymes cotées à actionnariat dis-



persé. Cette conception particulière de la propriété ne s'est imposée en France à échelle importante que dans une période très récente, et de fait surtout depuis les années 1990 (Morin, 2000). La modification, à partir du milieu des années 1990, de la composition de l'actionnariat des grandes entreprises françaises cotées a constitué un élément de transformation majeur de l'environnement institutionnel de ces entreprises et une incitation forte à l'évolution des pratiques de gouvernance.

La fusion entre les deux compagnies d'assurance Axa et UAP en 1996 et la restructuration du nouvel ensemble qui s'en est suivi auraient constitué l'élément déclencheur du passage d'une « économie de cœur financier » caractérisée par un réseau dense de participations croisées entre banques, compagnies d'assurance et entreprises industrielles, à une « économie de marché financier » dans laquelle les fonds d'investissement s'imposent comme la catégorie d'actionnaires dominants (Morin, 1998). François Morin évoque le caractère rapide et brutal de cette transformation, qu'il qualifie de « grande rupture ». Dès la fin des années 1990, plusieurs des entreprises appartenant au CAC 40, indice des principales sociétés cotées sur la bourse de Paris, étaient détenues à plus de 40 % par des investisseurs institutionnels non résidents, ce chiffre étant au début de la décennie suivante souvent supérieur à 60 %<sup>3</sup>.

### *3.1. La montée en puissance des fonds d'investissement étrangers*

La montée en puissance rapide des fonds d'investissement institutionnels, essentiellement d'origine anglo-saxonne, dans le capital des grandes entreprises françaises cotées a été la résultante de plusieurs facteurs. D'un point de vue structurel, la mondialisation de la sphère financière (libéralisation des mouvements de capitaux, circulation plus rapide de l'information et diminution des coûts de transaction, intégration des places financières) a facilité la diversification géographique des portefeuilles de gestion des investisseurs institutionnels. Dans le même temps, le développement par les entreprises de stratégies globales sur les marchés réels de biens et services rendait nécessaire la mise en œuvre de politiques financières facilitant ces stratégies. La cession des participations jugées non stratégiques et le dénouement des participations croisées permettaient de libérer les ressources nécessaires à la constitution d'ensembles de plus grande taille sur les métiers de base. Le déploiement d'une telle logique industrielle est d'ailleurs cohérent avec la logique financière conventionnelle selon laquelle la diversification d'une entreprise dans des activités dénuées de synergies est perçue négativement par l'investisseur qui peut lui-même à moindre coût construire un portefeuille diversifié. La concentration sur les métiers de base constitue aussi pour les entreprises un moyen de se mettre en conformité avec les normes de gestion des intermédiaires financiers, ces normes ayant elles-mêmes conduit à structurer l'organisation de ces professions, dans la mesure où gestionnaires d'actifs et analystes financiers sont désormais professionnellement spécialisés par secteur d'activités. Ezra Zuckermann (Zuckermann, 2000) montre ainsi qu'il existe une corrélation positive entre le nombre d'analystes publiant des études sur une entreprise et la performance boursière de l'entreprise, et que les entreprises de grande taille et non diversifiées sont davantage suivies par les analystes financiers. Une entreprise de grande taille et mono-activité, leader dans son secteur, bénéficiera donc, toutes choses égales par ailleurs, d'une prime de risque moins élevée, donc d'une meilleure valorisation.

<sup>3</sup> En juin 2005, la proportion des fonds étrangers dans la capitalisation des sociétés de l'indice CAC 40 se serait élevée à 61,4 % (Les Échos des 1<sup>er</sup> et 2 juillet 2005).



Dans le cas français, ces évolutions structurelles se combinaient à des facteurs conjoncturels. La période 1996–1998 marque la fin des pactes d'actionnaires conclus 10 ans plus tôt entre les membres des « noyaux durs » constitués au moment des privatisations de 1986–1988 (voir [Morin, 1998](#)). Édouard Balladur était alors ministre des Finances d'un gouvernement libéral au sens français du terme, mais qui n'en cherchait pas moins à protéger les entreprises privatisées et leur management de l'influence des marchés financiers, ou de la menace d'une OPA hostile, en particulier en provenance d'investisseurs étrangers. En se rapprochant en 1998 de l'UAP, Axa contrôlait virtuellement « le cœur financier » français mais sa décision de se recentrer sur le métier de l'assurance et notamment sur sa composante liée à la gestion d'actifs financiers afin d'en devenir l'un des tout premiers acteurs au niveau mondial a pu constituer le signal qu'ont suivi d'autres entreprises parties prenantes à différents pactes d'actionnaires. L'incitation à dénouer les participations croisées était d'autant plus forte que les détenteurs de ces participations étaient des entreprises cherchant elles-mêmes à restructurer leurs propres activités.

Entre 1996 et 1998, en raison de ce mouvement de recentrage et de dénouement des participations croisées entre entreprises, des blocs d'actions se sont trouvés à vendre. Les fonds d'investissements, en particulier les fonds de pension anglo-saxons qui cherchaient à diversifier leur portefeuille, ont été intéressés par les entreprises françaises et les stratégies globales qu'elles cherchaient à développer et se sont donc portés acquéreurs.

### *3.2. Les transformations parallèles de l'environnement financier*

Parallèlement et, parfois, en réponse à cette transformation de l'actionnariat des entreprises françaises cotées, d'autres transformations structurelles se sont produites. Les professions d'analystes financiers et de gestionnaires d'actifs se sont organisées en imitant les modes de fonctionnement prévalant dans les pays anglo-saxons, où ces professions étaient plus anciennes et plus structurées, en raison du poids plus important des marchés financiers. Le métier de gestionnaire d'actifs dans les établissements financiers et les compagnies d'assurances s'est autonomisé et industrialisé dans ses modes de gestion et d'organisation ([Kleiner, 2003](#)). Dans les grandes entreprises françaises cotées, les services relations investisseurs, structures dédiées à la gestion des relations entre les entreprises et les intervenants des marchés financiers, analystes et gérants de fonds, se sont institutionnalisés ([Mottis et Zarlowski, 2003](#)).

D'apparition et de diffusion plus ancienne aux États-Unis ou au Royaume-Uni ([Rao et Sivakumar, 1999](#) ; [Marston, 2004](#)), le développement en France des services relations investisseurs peut être interprété comme une manière de répondre efficacement et avec homogénéité aux demandes d'information exprimées par les intervenants des marchés. Il peut aussi révéler le souci de protéger le cœur de l'organisation, ces services ayant un rôle tampon indéniable. Il peut enfin souligner la reconnaissance par les entreprises du caractère légitime des demandes formulées par les intervenants des marchés financiers et de l'importance qu'elles souhaitent y accorder.

Dans les entreprises comme auprès des intermédiaires financiers se mettent en place des acteurs nouveaux dans le contexte français et ayant tous en commun, par-delà les spécificités de leur propre activité, la référence à des codes, des pratiques, des langages identiques, directement empruntés au monde financier anglo-saxon. En ce sens, une certaine logique financière s'est durablement enracinée dans le capitalisme français. Le métier de dirigeant d'entreprise lui-même a été touché par cette transformation. Bertrand Collomb, président du groupe Lafarge, indiquait ainsi consacrer désormais 20 à 30 jours de travail chaque année à la gestion

des relations avec les marchés financiers (entretiens accordés aux investisseurs, participation à des conférences d'analystes et d'investisseurs...) contre 2 à 3 jours par an seulement 10 ans plus tôt (Collomb et Soupre, 2003).

Les fonds d'investissement regroupent des investisseurs institutionnels qui peuvent être très différents les uns des autres par leur nature, leur système de gouvernance, leurs choix d'investissement et leur propension à faire pression directement ou indirectement sur le management des entreprises pour que soient pris en compte leurs intérêts de gestionnaires d'actifs (Davis et Thompson, 1994 ; Ryan et Schneider, 2002). Parmi les fonds susceptibles de prendre des participations dans les grandes entreprises françaises cotées, trois catégories d'acteurs peuvent être identifiées : les fonds de pension qui gèrent l'épargne-retraite dans les pays où le système de retraite repose majoritairement sur la capitalisation (États-Unis, Royaume-Uni, Pays-Bas en particulier), les sociétés de gestion d'actifs intervenant soit pour leur compte, en tant que distributeurs et gérants de placements collectifs en valeur mobilières, soit en tant que gérants pour le compte de fonds de pension, enfin les fonds spéculatifs (*hedge funds*) dont l'horizon d'investissement est beaucoup plus court que celui des deux premiers. Si l'on excepte les fonds spéculatifs qui ne constituent pas une catégorie d'actionnaires stables ou récurrents, fonds de pension et sociétés de gestion d'actifs partageant, par-delà leurs différences, une caractéristique commune : tous sont des gérants d'actifs financiers et se trouvent donc à ce titre par rapport à l'entreprise dans la position d'un actionnaire minoritaire cherchant à optimiser la performance de son portefeuille en termes de rentabilité et de risque.

Leur logique d'investissement s'exprime donc fondamentalement en termes financiers, et les exigences qu'ils formulent en termes d'évolution des pratiques de gouvernance des entreprises sont conformes à la préservation de leurs intérêts d'actionnaires minoritaires cherchant à analyser les caractéristiques de risque et de rentabilité des entreprises dans lesquelles ils investissent. Par rapport à un actionnaire individuel, les fonds d'investissement institutionnels constituent des actionnaires minoritaires forts, susceptible de favoriser l'émergence d'un mode de gouvernance empruntant certaines de ses caractéristiques au modèle actionnarial (régulation purement externe par les marchés financiers à travers la menace d'offre publique d'achat hostile dans un contexte d'actionnariat atomisé) et les modèles à actionnariat concentré (capitalisme rhénan ou capitalisme à la française de participations croisées) caractérisés par une régulation interne entre représentants des actionnaires majoritaires et parties prenantes à l'entreprise (voir Plihon et al., 2001).

### 3.3. Valeur actionnariale et communication financière : diffusion et limites

La diffusion à la fin des années 1990 du thème de la création de valeur actionnariale dans la communication financière des grandes entreprises françaises peut être mise en rapport avec les objectifs financiers de ces investisseurs institutionnels (Mottis et Ponsard, 2002 ; Gehrke et Zarlowski, 2003). Communiquer autour de la valeur actionnariale constitue un moyen de signifier aux investisseurs que sont pris en compte leurs objectifs financiers, de même qu'est prise en compte leur exigence de plus grande transparence et fiabilité dans l'information communiquée. L'expérience vécue par Alcatel en septembre 1998, où le cours de bourse de l'entreprise a perdu en une séance près de 40 % de sa valeur suite aux cessions massives d'investisseurs institutionnels le jour de l'annonce de résultats significativement inférieurs aux anticipations des marchés financiers, illustre bien les enjeux associés à la communication financière pour les entreprises comme pour les intervenants sur les marchés. De manière générale, la publication de résultats

très éloignés de ce qu'étaient les anticipations moyennes du marché (anticipations reflétées par le consensus de marché : synthèse des estimations formulées par les différents analystes publiant des prévisions de résultats) est perçue négativement par les investisseurs. Des résultats non anticipés peuvent être interprétés comme un manque de transparence de l'entreprise ou comme un manque de fiabilité du processus interne de consolidation des résultats financiers. Dans l'exemple d'Alcatel, il semblerait que les investisseurs aient reproché à la direction de l'entreprise le peu de visibilité qu'elle-même avait sur les résultats semestriels, donc le manque de fiabilité du processus de *reporting* financier alors existant dans l'entreprise.

Afin de pouvoir communiquer aux marchés financiers des informations plus fiables dans des délais plus courts, des investissements importants ont été consentis depuis la fin des années 1990 par les entreprises françaises dans leurs systèmes internes de production de l'information financière. Ces derniers sont devenus plus rapides et plus fiables (Mottis et Zarlowski, 2003). L'adoption, rendue obligatoire par l'Union européenne à compter du 1<sup>er</sup> janvier 2005 pour les sociétés cotées, du référentiel comptable international IFRS (International Financial Reporting Standards) participe de cette volonté d'améliorer et d'homogénéiser la qualité de l'information publiée. Dans l'intitulé même de ces normes comptables, la référence à la notion de comptabilité a été abandonnée au profit de celle de communication financière, signifiant bien que les intervenants des marchés financiers sont la partie prenante que ces normes sont prioritairement censées servir. La communication par les entreprises d'informations sur le développement durable, rendue obligatoire par la loi relatives aux NRE (nouvelles régulations économiques) du 16 mai 2001, peut, elle aussi, être mise en relation avec la montée en puissance des fonds d'investissements et la diffusion de la valeur actionnariale. Certains des promoteurs dans le contexte français du développement durable et de la responsabilité sociale d'entreprise, auditeurs ou agences de notation sociale, mettent explicitement en avant l'intérêt que présente pour un investisseur une analyse des risques sociaux, sociétaux et environnementaux associés aux activités des entreprises et susceptibles d'impacter à long terme leur performance économique (KPMG, 2001). Les approches théoriques sur la responsabilité sociale d'entreprise (Margolis et Walsh, 2003) distinguent cette conception instrumentale d'une conception normative, en vertu de laquelle toute partie prenante susceptible d'être affectée par les activités de l'entreprise dispose de manière « intrinsèque » (Berman et al., 1999) d'un droit d'information et de contrôle. Comme l'illustre l'analyse du champ des agences de notation sociale, ces deux conceptions ont pu être à l'œuvre simultanément dans le contexte français (Zarlowski, 2004).

Au-delà de ces transformations, réelles, dans les pratiques de communication financière, la référence à la valeur actionnariale structure également les représentations de la performance aux niveaux les plus agrégés de l'organisation. L'impact des décisions majeures d'allocation de ressources, de financement, ou de gestion du portefeuille d'activités du groupe est dorénavant couramment évalué en termes de création de valeur (Mottis et Ponssard, 2002 ; Gehrke et Zarlowski, 2003). Les responsables des relations investisseurs font office de consultants internes pour la préparation de ces opérations et l'anticipation de la manière dont elles pourraient être accueillies par les marchés financiers (Mottis et Zarlowski, 2003).

Toutefois, il existe en France très peu d'exemples, autres que Lafarge ou Danone, de déploiement de la notion de valeur actionnariale en tant qu'indicateur de performance au niveau des unités opérationnelles de l'entreprise (Mottis et Ponssard, 2002). Une étude (Gehrke et Zarlowski, 2003) comparant les pratiques de communication financière des entreprises dans leurs rapports annuels et, à partir de résultats d'enquête, leurs pratiques déclarées concernant le déploiement d'indicateurs de valeur actionnariale, a mis en évidence l'existence

d'un découplage entre communication financière et systèmes de contrôle de gestion internes. En particulier, très peu d'entreprises ont mis en place des systèmes de rémunération des responsables opérationnels assis sur la réalisation d'objectifs exprimés en termes de création de valeur alors que, pour les promoteurs de ces approches, la transformation des systèmes de rémunérations constitue un élément clef pour un déploiement réussi de la valeur actionnariale dans les entreprises (Stewart, 1991). Ces travaux conduisent donc à relativiser l'ampleur des transformations associées à la valeur actionnariale : il semble difficile, en effet, de rattacher à la diffusion de cette notion des transformations dans l'organisation des opérations mêmes de l'entreprise. La notion de création de valeur elle-même est ambiguë et pose des problèmes de définition comme de mesure, y compris aux niveaux les plus agrégés des entreprises. Celles-ci ont d'ailleurs pu jouer de cette ambiguïté jusque dans leurs pratiques de communication, au point que la COB (Commission des opérations de bourse devenue Autorité des marchés financiers), en tant que régulateur du marché boursier, a émis une recommandation destinée à corriger les dérives constatées sur cette question (COB, 2001).

### *3.4. Rémunérations des dirigeants et fonctionnement des conseils d'administration*

Rémunération des dirigeants et fonctionnement des conseils d'administration, qui constituent deux thèmes centraux dans la littérature académique sur la gouvernance comme dans les textes législatifs ou de régulation, illustrent la lenteur des transformations en France et sans doute de nouveau l'existence d'un découplage entre une évolution apparente, au niveau des discours et des intentions déclarées et les pratiques concrètes des dirigeants d'entreprises qui relèvent davantage d'une prise en compte de leurs intérêts personnels sur ces questions. Ces deux questions de gouvernance sont étroitement liées : il entre dans les attributions des conseils d'administration de déterminer la rémunération des dirigeants et, en tant que représentants des actionnaires et première instance de contrôle des dirigeants, les conseils sont censés déterminer cette rémunération en tenant compte des intérêts des actionnaires. Il est donc possible de proposer que la relation entre rémunération des dirigeants et performance de l'entreprise sera d'autant plus faible que les dirigeants auront un poids déterminant sur la composition, et donc le fonctionnement, des conseils d'administration, donc que la part des administrateurs indépendants au sein de ces conseils sera plus faible. En effet, si les administrateurs sont formellement élus en assemblée générale d'actionnaires, ils sont proposés par les conseils qui ont donc la faculté de les coopter. Un conseil d'administration peut de la sorte se trouver dominé par des administrateurs internes, c'est-à-dire cumulant des fonctions de direction de l'entreprise et de représentant des actionnaires, donc de contrôle des dirigeants, au détriment des administrateurs externes, ou être dominés par des administrateurs « non indépendants », c'est-à-dire ayant une relation d'intérêt personnel direct ou indirect avec les dirigeants de l'entreprise, et potentiellement conflictuelle avec les intérêts des actionnaires<sup>4</sup>.

Aux États-Unis, la question de l'alignement des incitations des dirigeants sur les intérêts financiers des actionnaires minoritaires a été largement débattue dans les travaux sur la gouvernance. Sur la période 1980–1994, le niveau ainsi que la sensibilité de la rémunération des dirigeants ont considérablement augmenté (Hall et Liebmann, 1998). Ces observations iraient dans le sens des systèmes de rémunération plus incitatifs préconisés par les promoteurs des méthodes

<sup>4</sup> La notion d'indépendance étant délicate à définir, la loi de Sécurité financière du 1<sup>er</sup> août 2003, dans ses dispositions sur la formalisation des travaux des conseils, demande aux entreprises cotées d'indiquer dans leur rapport annuel les critères qu'elles ont retenus pour qualifier un administrateur indépendant.

de gestion par la valeur actionnariale (Stewart, 1991) mais la relation entre rémunération des dirigeants et performance boursière n'a jamais été établie (Gomez-Meija, 1994) alors que des comportements de hold-up au profit des dirigeants ont pu être documentés (Dial et Murphy, 1995).

En France, les questions de la transparence des rémunérations et de l'indépendance des conseils ont longtemps été abordées dans le cadre de tentatives d'autorégulation et d'adoption volontaire, à l'imitation de la pratique initiée au Royaume-Uni par le rapport Cadbury de 1992. Les rapports Viénot<sup>5</sup> (1995 et 1999), focalisés sur la question du conseil d'administration, ont affirmé le rôle central de ce dispositif de gouvernance et la nature collégiale de ses décisions, recommandé la mise en place de comités techniques (d'audit, de nomination et de rémunération) et la présence d'un tiers d'administrateurs indépendants. En revanche, aucune avancée n'était proposée sur la question de la transparence de la rémunération des dirigeants. En 1994, la COB avait émis une recommandation sur cette dernière question, en proposant une définition précise de l'enveloppe de rémunération et des éléments devant être communiqués. La commission Hellebuyck<sup>6</sup> (juin 1998 et octobre 2001) a recommandé la présence d'une majorité d'administrateurs indépendants dans les conseils et a notamment mis l'accent sur le principe de la transparence de la rémunération des dirigeants et la nécessité de la lier à la performance de l'entreprise. Le Medef (Mouvement des entreprises de France, organisation représentant le patronat français) a en janvier 2000 recommandé que les dirigeants des entreprises publient, à compter de 2001, leurs rémunérations. Le rapport Bouton<sup>7</sup> (septembre 2002) s'est appuyé sur les recommandations des rapports Viénot en les renforçant : le conseil d'administration est l'organe de contrôle des dirigeants, il doit être compétent et diversifié, comporter entre un tiers et une moitié d'administrateurs indépendants, les comités d'audit et de rémunération doivent être composés exclusivement d'administrateurs externes et comporter au moins deux tiers d'administrateurs indépendants (voir notamment OCDE, 2004). Avec la loi dite NRE du 16 mai 2001, le législateur est intervenu sur ces deux questions : de manière directe sur la question de la transparence des rémunérations, en rendant celle-ci obligatoire, de manière plus indirecte sur la question de la composition des conseils, en limitant à 5 le nombre de mandats d'administrateur pouvant être exercés par une personne physique. Avant la mise en application de cette loi, un écart était manifeste entre les préceptes de gouvernance formulés dans les divers codes, principes et recommandations, et les pratiques des grandes entreprises françaises. En 2000, les rapports annuels de 6 entreprises du CAC 40 seulement publiaient la rémunération de leurs dirigeants, le taux de publication progressant ensuite à 46 % en 2001, et 95 % en 2002 : 2 entreprises, Michelin et Sodexho, continuaient à ne pas publier la rémunération de leurs dirigeants (Korn Ferry International, 2002). En 2002, 5 entreprises seulement parmi celles du CAC 40 comptaient plus de 50 % d'administrateurs indépendants donc satisfaisaient à la recommandation du rapport Bouton, 9 entreprises satisfaisant aux recommandations du rapport Viénot sur la composition du conseil et des comités. L'étude de Korn Ferry, qui permet de suivre l'évolution des caractéristiques des conseils d'administrations sur plusieurs dimensions, met en évidence la prégnance de la logique de club caractéristique des élites dirigeantes des grandes entreprises françaises. En 2001-2002, l'âge moyen des administrateurs était de 63 ans, 71 % étaient liés à l'entreprise, enfin il s'agissait d'hommes à

<sup>5</sup> Du nom de Marc Viénot, alors président de la Société Générale. Documents accessibles au format pdf sur le site : [http://www.medef.fr/staging/site/page.php?pag\\_id=303](http://www.medef.fr/staging/site/page.php?pag_id=303).

<sup>6</sup> Du nom de son président, Jean-Pierre Hellebuyck, vice-président d'Axa Investment Managers Paris et président de la commission Gouvernement d'entreprise de l'Association française de gestion.

<sup>7</sup> Du nom de Daniel Bouton, successeur de M. Viénot à la présidence de la Société Générale. Document accessible sur le site : [http://www.medef.fr/staging/site/page.php?pag\\_id=303](http://www.medef.fr/staging/site/page.php?pag_id=303).

93 % et de Français à 76 %. Cependant, plusieurs de ces chiffres traduisent une évolution qui, pour être lente, n'en est pas moins réelle : par exemple, la part des administrateurs non français est passée de 17 % en 1997–1998 à 24 % en 2001–2002, les parts des diplômés de l'École polytechnique ou de l'ENA parmi les administrateurs français a baissé régulièrement entre ces dates pour passer de 50 % à 41 %. Toutefois, l'homogénéité du recrutement des administrateurs et la concentration des mandats restent importantes : en 2002, 10 % des administrateurs détiennent 42 % des mandats, les échanges d'administrateurs et participations croisées demeurant particulièrement forts entre 5 sociétés (Air Liquide, Axa, BNP, Saint-Gobain et Vivendi), 70 % des administrateurs présents à plusieurs des conseils de ces sociétés étant anciens élèves de l'École polytechnique et/ou de l'ENA.

Faute d'historique, il est difficile de caractériser et de quantifier précisément l'évolution des rémunérations des dirigeants d'entreprises françaises, encore moins de la mettre en relation avec la performance des entreprises. Cependant, la composition de la rémunération des dirigeants, dans un contexte, celui de la fin des années 1990, marqué par une très forte hausse des cours de bourse, a évolué pour intégrer davantage de paiements sous forme d'actions ou d'options d'achat d'actions (Alcouffe et Alcouffe, 2000) tirant à la hausse, tout comme aux États-Unis, niveau et sensibilité de la rémunération des dirigeants. Il n'est pas impossible que le discours sur la valeur actionnariale et la référence aux pratiques anglo-saxonnes aient pu être utilisés sur le plan rhétorique pour justifier ces évolutions dans les pratiques de rémunération, alors que les avancées formelles en termes d'autorégulation ou de mise en place de comités de rémunération au niveau des conseils d'administration<sup>8</sup> ont permis de différer l'évolution législative rendant obligatoire la communication détaillée de ces informations sensibles. En effet, la mise en conformité symbolique avec des pratiques de rémunération perçues comme légitimes pourrait servir les intérêts des dirigeants tout en étant interprété positivement par les marchés financiers (Westphal et Zajac, 1998).

### 3.5. Place des salariés dans la gouvernance des entreprises

Citant une étude de *Business Week* publiée en 2000 qui portait sur les entreprises aux États-Unis, Robert Monk (Monk, 2001) rappelle que la rémunération moyenne d'un dirigeant était alors 475 fois supérieure à la rémunération moyenne d'un employé d'usine, et que cet écart a été multiplié par 8 à 10 en l'espace de 25 ans. Ce constat qui peut être mis en parallèle avec l'affaiblissement du pouvoir syndical dans les entreprises aux États-Unis sur la même période conduit à réintroduire la question des salariés ou de leurs représentants dans les problèmes de gouvernance : les conflits d'intérêts sur la répartition de la valeur créée se poseraient entre dirigeants et actionnaires mais aussi entre dirigeants et salariés. Aux États-Unis, la montée en puissance des fonds de pension publics gérés par les syndicats, tels que le fonds Calpers, peut être analysée comme l'émergence d'un contre-pouvoir à celui des dirigeants — c'est notamment la position défendue par William Crist, ancien président de ce fonds de pension dans une discussion avec Jean-Christophe Le Duigou, secrétaire national du syndicat français CGT (Crist et Le Duigou, 2002). La position alternative, défendue par ce dernier, s'appuie sur une conception de l'entreprise réunissant différentes parties prenantes et dans laquelle le pouvoir des salariés passe davantage par les instances de représentation telles que le comité d'entreprise, que par un plus grand poids de salariés–actionnaires ou de leurs représentants syndicaux dans les conseils

<sup>8</sup> En 2000, 85 % des sociétés appartenant à l'indice CAC 40 disposaient d'un comité de rémunération (KPMG, 2001).

d'administration. C'est cette seconde conception que semble privilégier la loi NRE qui renforce les droits d'information et d'intervention du comité d'entreprise dans le fonctionnement des assemblées générales d'actionnaires (article 99 de la loi). Cette conception permet d'éviter les conflits d'intérêts potentiels associés au double statut d'actionnaire et de salarié. Elle renvoie aussi, fondamentalement, à la notion d'intérêt social de l'entreprise, défini par la loi française et confirmé par la jurisprudence, qui conduit à reconnaître la légitimité des intérêts de parties prenantes à côté de ceux des actionnaires, intérêts pouvant dans certains cas prévaloir sur l'intérêt financier des actionnaires minoritaires (Alcouffe et Alcouffe, 2000). Cette notion d'intérêt social contraint dès lors les positions prises, y compris par les représentants des entreprises, sur les questions de gouvernance. C'est ainsi que le code de bonnes pratiques de gouvernance Medef-Afep d'octobre 2003 définit le conseil d'administration comme « une instance collégiale qui représente collectivement l'ensemble des actionnaires et à qui s'impose l'obligation d'agir en toutes circonstances dans l'intérêt social de l'entreprise »<sup>9</sup>.

#### 4. Conclusion : Gouvernance d'entreprise et changement institutionnel

La perspective longitudinale et la vue d'ensemble proposées ici nous permettent de tirer un certain nombre de conclusions sur les évolutions de l'entreprise française, en particulier sur sa gouvernance. Tout d'abord, il semble nécessaire de souligner de nouveau et de confirmer l'ampleur des changements qui ont marqué le capitalisme français au cours des 60 dernières années. La société et l'économie françaises ne sont ni « bloquées » ni condamnées à l'immobilisme bien au contraire ; elles se sont en fait considérablement réinventées depuis la fin de la deuxième guerre mondiale.

##### 4.1. Par-delà les notions de convergence et de divergence

La perspective de long terme que nous proposons ici permet de comprendre que cette réinvention a eu lieu dans une direction bien particulière. Le capitalisme français a évolué, par étapes, progressivement, avec plus ou moins de résistances, d'un capitalisme essentiellement familial et cartellisé vers une forme de capitalisme que l'on peut facilement qualifier en anglais de « *corporate capitalism* » — même s'il est beaucoup moins facile de trouver un label aussi descriptif en français, ce qui en soi nous dit quelque chose. Depuis 1947, les modèles ont été américains — au début de manière directe et claire et progressivement de manière plus indirecte. Formulé autrement, le capitalisme français s'est progressivement réinventé à partir d'une cible — un « modèle américain » que nous avons essayé de définir dans cet article et qui, nous l'avons vu aussi, était lui-même au cours de cette période une « cible mouvante ». Une préoccupation forte pour les problèmes de « gouvernance » — c'est-à-dire pour les problèmes associés aux interactions entre managers et actionnaires — s'est développée en France dans le contexte de cette évolution profonde.

Même si, dans la période dont il a été question ici, le sens de l'évolution est assez clair, l'histoire que nous avons retracée ne semble pourtant pas pointer vers une convergence pure et simple, vers une homogénéisation absolue des formes structurelles et des formes de gouvernance. La lecture de l'évolution du capitalisme français que nous proposons réfute une vision

<sup>9</sup> Page 5 du rapport sur « Le gouvernement d'entreprise des sociétés cotées », accessible sur le site : <http://www.paris-europlace.net/links/doc062446.htm>.



immobiliste et « essentialiste » qui associerait étroitement forme de capitalisme et héritage institutionnel national (Whitley, 1999 ; Hall et Soskice, 2001). Les 60 dernières années ne peuvent se résumer à l'opposition ou à la « guerre » entre des formes différentes et stables de capitalisme — et donc au bout du compte au triomphe de l'une sur l'autre ou à la survie localisée de ces formes dans leur intégrité (Albert, 1991). Ce que nous observons montre plutôt un processus puissant et plus complexe d'hybridation et de transformations multidirectionnelles. Le capitalisme américain des années 1950 était plus « stakeholder » que « shareholder ». Le capitalisme français des années 1980 était un hybride — un capitalisme oligopolistique mais plus technocratique et étatiste que managérial et bien loin encore d'une préoccupation actionnariale. Le capitalisme français d'aujourd'hui se « financiarise » avec toutes les conséquences que cela peut avoir pour ce qui est de la gouvernance des entreprises.

Néanmoins, l'alignement sur le capitalisme « shareholder » anglo-saxon reste partiel. Le capitalisme français est encore aujourd'hui un hybride — qui trouve son inspiration depuis plus de 60 ans essentiellement outre-atlantique mais qui reste profondément marqué par certaines traditions structurelles et institutionnelles voire plus encore par la nature même des processus d'évolution sur ces 60 dernières années. Nous avons montré dans cet article que les acteurs publics et semi-publics avaient joué en France un rôle moteur pour enclencher et activer les transformations de l'économie nationale. Le rôle et la place de l'État restent de fait aujourd'hui encore un élément différenciant fort — une dimension importante de « l'hybridation » qui explique, entre autres, qu'il n'y ait pas convergence pure et simple.

#### 4.2. Une conception du changement institutionnel

Dans une perspective plus théorique, cet article nous permet aussi d'articuler une conception particulière du changement institutionnel (voir aussi Djelic et Quack, 2003). L'évolution que nous décrivons n'est pas une évolution radicale — au sens d'un passage brusque d'une logique vers une autre. Nous voyons au contraire un processus lent et long, qui se construit au travers de l'agrégation d'une multiplicité d'étapes. Chacune de ces étapes peut sembler en elle-même mineure. Elle peut même s'avérer imperceptible ; ce qui permettrait d'expliquer et de rendre compte en partie des analyses à court terme parlant d'immobilisme.

C'est l'ensemble, la combinaison et l'agrégation sur la période longue de ces multiples points d'inflexion qui expliquent la transformation par ailleurs indéniable sur le long terme. À chaque étape, le changement est très peu perçu ; l'apparence est plutôt à l'immobilisme ou à la résistance. La transformation du capitalisme français a été incrémentale et progressive dans sa forme mais avec, au bout du compte, des conséquences et un impact très forts. Nous proposons que les changements structurels et institutionnels lorsqu'ils ont lieu sont en fait la plupart du temps de ce type — à la fois progressifs et incrémentaux et néanmoins potentiellement très significatifs et conséquents. Il ressort de cela une conclusion importante : l'analyse sera sans doute très différente selon que l'on considère une coupe transversale, à un moment donné, d'un équilibre structurel ou institutionnel, ou que l'on adopte une perspective longitudinale et historique.

#### 4.3. De l'influence des marchés financiers : mise en perspective européenne

Les transformations décrites ici pour la France sont, d'un côté, tout à fait singulières parce qu'elles s'inscrivent, comme nous avons pu le voir, dans un contexte institutionnel particulier qui s'adapte mais aussi réagit, qui n'est pas seulement malléable mais aussi traducteur.

Mais de l'autre, ces transformations sont étonnamment parallèles à ce qui se passe dans de nombreux autres pays, en particulier en Europe (Jones, 1999 ; Aguilera et Jackson, 2003 ; Lane, 2005). Dans la plupart des pays d'Europe, le capitalisme à la fin de la deuxième guerre mondiale oscillait entre capitalisme familial et capitalisme organisé ou en cartels — il restait très éloigné quoi qu'il en soit du « *corporate capitalism* » qui était déjà alors très identifiable et très remarquable aux États-Unis. Les 60 dernières années ont été marquées par une évolution à peu près partout en Europe vers ce modèle de « *corporate capitalism* » avec plus récemment une orientation nette vers la variante « financiarisée » et « actionnariale ». Les chemins ont été différents — les étapes, les mécanismes et les acteurs, les résistances et les adaptations locales pourraient de fait être systématiquement identifiés et analysés dans une étude comparative au niveau européen qui serait riche d'enseignements.

Cette double tendance n'est qu'en apparence contradictoire ; un modèle dominant et des pressions convergentes s'articulent dans des espaces nationaux différents avec des héritages institutionnels et structurels différents, des constellations d'acteurs et d'intérêt uniques. Le résultat est, comme nous l'avons vu, par-delà à la fois les notions de convergence et de divergence et bien sûr par-delà la simple alternative entre capitalisme « *shareholder* » et capitalisme « *stakeholder* ». L'homogénéisation est réelle mais c'est une homogénéisation partielle ; à ce stade qui plus est le chemin reste très ouvert et le processus d'hybridation est toujours en cours.

La mise en exergue de cette double tendance nous permet de prendre nos distances par rapport au double pessimisme présenté en introduction et aux conceptions trop simplistes de l'évolution institutionnelle. La perspective adoptée nous permet aussi de montrer que la période de mondialisation contemporaine et les transformations associées représentent bien plus qu'une évolution naturelle et non contrôlable reflétant un déterminisme purement économique et technologique. Les transformations du capitalisme français, de l'entreprise et de ses formes de gouvernance s'inscrivent dans une dynamique géopolitique, politique et sociale fortes et révèlent des jeux d'acteurs, des enjeux de pouvoir voire aussi des enjeux idéologiques. Par extension, nous proposons que ceci s'applique aussi aux transformations d'autres capitalismes européens. Ceci bien sûr reste à démontrer et pourrait faire l'objet d'analyses complémentaires à celle présentée ici.

## Références

- Aguilera, R., Jackson, G., 2003. The Cross-National Diversity of Corporate Governance: Dimensions and Determinants. *Academy of Management Review* 28, 447–465.
- Albert, M., 1991. *Capitalisme contre Capitalisme*. Seuil, Paris.
- Alcouffe, A., Alcouffe, C., 2000. Executive Compensation – Setting Practices in France. *Long Range Planning* 33, 527–543.
- Barca, F., Becht, M., 2001. *The Control of Corporate Europe*. Oxford University Press, Oxford.
- Baverez, N., 2003. *La France qui tombe*. Éditions Perrin, Paris.
- Berghahn, V., 1986. *The Americanization of West German Industry, 1945–1970*. Berg, Lemington Spa.
- Berle, A., Means, G., 1932. *Modern Corporation and Private Property*. MacMillan, New York.
- Berman, S., Wicks, A., Kotha, S., Jones, T., 1999. Does Stakeholder Orientation Matter? The Relationship between Stakeholder Management Models and Firm Financial Performance. *Academy of Management Journal* 42, 488–506.
- Bloch-Lainé, F., Bouvier, J., 1986. *La France restaurée*. Fayard, Paris.
- Burnham, J., 1941. *The Managerial Revolution*. John Day, New York.
- Cassidy, Y., 1997. *Big Business*. Oxford University Press, Oxford.
- Chandler, A., 1990. *Scale and Scope*. Harvard University Press, Cambridge, MA.

- COB, 2001. Recommandation n° 2001-01 relative à la communication des émetteurs sur la création de valeur actionnariale. Bulletin COB, n° 356, 1–6.
- Collomb, B., Soupre, E., 2003. Le PDG rencontre l'actionnaire : une heure pour convaincre. Soirée-débat de l'École de Paris du management, [http://www.ecole.org/Les\\_Invites\\_2003\\_01.htm](http://www.ecole.org/Les_Invites_2003_01.htm).
- Commissariat général au Plan, 1946. Rapport général sur le Premier plan de modernisation et d'équipement, Paris, octobre.
- Crist, W., Le Duigou, J.C., 2002. Les fonds de pension. Grasset-Les Échos, Paris.
- Davis, G., Thompson, T., 1994. A Social Movement Perspective on Corporate Control. *Administrative Science Quarterly* 39, 141–173.
- Dial, J., Murphy, K., 1995. Incentives, Downsizing, and Value Creation at General Dynamics. *Journal of Financial Economics* 37, 261–314.
- Djelic, M.L., 1996. The Structural Transformation of West European Industries. PhD thesis, Sociology Department, Harvard University.
- Djelic, M.L., 1998. Exporting the American Model. Oxford University Press, Oxford.
- Djelic, M.L., 2006. Marketization: From Intellectual Agenda to Global Policy Making. In: Djelic, M.L., Sahlin-Andersson, K. (Eds.), *Transnational Governance*. Cambridge University Press, Cambridge (à paraître).
- Djelic, M.L., Quack, S. (Eds.), 2003. *Globalization and Institutions*. Edward Elgar, Cheltenham.
- Ehrmann, H., 1957. *Organized Business in France*. Princeton University Press, Princeton, NJ.
- Gehrke, I., Zarlowski, P., 2003. La diffusion de la valeur actionnariale en France : une lecture néo-institutionnaliste. *Comptabilité contrôle audit*, mai, 189–205.
- Gomez-Meija, L., 1994. Executive Compensation: A Reassessment and a Future Research Agenda. In: Ferris, G. (Ed.), *Research in Personnel and Human Resources Management*, JAI Press, Greenwich, CT, vol. 12, pp. 161–222.
- Hall, B.J., Liebman, J., 1998. Are CEOs really paid like Bureaucrats? *Quarterly Journal of Economics* 113, 653–691.
- Hall, P., Soskice, D., 2001. *Varieties of Capitalism*. Oxford University Press, Oxford.
- Harbison, F., Myers, C., 1959. *Management in the Industrial World: An International Analysis*. McGraw Hill, New York.
- Hogan, M., 1985. American Marshall Planners and the Search for a European Neo-capitalism. *American Historical Review* 90 (1), 44–72.
- Jones, G., 1999. Corporate Governance and British Industry. *Entreprises et histoire* 21, 29–43.
- Kesler, J.F., 1985. L'ENA, la société, l'État. Berger-Levrault, Paris.
- Kleiner, T., 2003. Building up an Asset Management Industry: Forays of an Anglo-Saxon Logic into the French Business System. In: Djelic, M.L., Quack, S. (Eds.), *Globalization and Institutions*. Edward Elgar, Cheltenham, pp. 57–82.
- Korn Ferry International, 2002. *Gouvernement d'entreprise en France en 2002*. Paris.
- KPMG, 2001. *Corporate Governance, développement durable et risk management en France et en Europe*. KPMG Audit, Paris.
- Kuisel, R., 1981. *Capitalism and the State in Modern France*. Cambridge University Press, New York.
- Kuisel, R., 1988. L'American « way of life » et les missions françaises de productivité. *Vingtième siècle* 88, 21–38.
- Lane, C., 2005. Institutional Transformation and System Change: Changes in the Corporate Governance of German Corporations. In: Morgan, G., Whitley, R., Moen, E. (Eds.), *Changing Capitalisms?* Oxford University Press, Oxford, pp. 69–96.
- Margolis, J., Walsh, J., 2003. Misery Loves Companies: Whither Social Initiatives by Business? *Administrative Science Quarterly* 48, 268–305.
- Marston, C., 2004. *A Survey of European Investor Relations*. The Institute of Chartered Accountants of Scotland, Edinburgh.
- Monk, R., 2001. Redesigning Corporate Governance Structures and Systems for the twenty-first Century. *Corporate Governance* 9 (3), 142–147.
- Morin, F., 1998. Le modèle français de détention et de gestion du capital. Analyse, prospective et comparaisons internationales. Les éditions de Bercy, Paris.
- Morin, F., 2000. A Transformation of the French Model of Shareholding and Management. *Economy and Society* 29 (1), 36–53.
- Mottis, N., Ponnssard, J.P., 2002. L'influence des investisseurs institutionnels sur le pilotage des entreprises. *Revue française de gestion* 141, 225–248.
- Mottis, N., Zarlowski, P., 2003. Relations investisseurs et contrôle des marchés financiers. *Revue française de gestion* 147, 161–172.
- OCDE, 2004. *Corporate governance: A survey of OECD Countries*. Paris.

- Orléan, A. (d'), 1999. *Le pouvoir de la finance*. Odile Jacob, Paris.
- Paxton, O., 1973. *La France de Vichy, 1940–1944*. Seuil/Points Histoire, Paris.
- Plihon, D., Ponssard, J.P., Zarlowski, P., 2001. Quel scénario pour le gouvernement d'entreprise ? Une hypothèse de double convergence. *Revue d'économie financière* 63, 35–51.
- Quême, P., 2002. *L'État peut-il réussir ses réformes ?* L'Harmattan, Paris.
- Rao, H., Sivakumar, K., 1999. Institutional Sources of Boundary-Spanning Structures: The Establishment of Investor Relations Departments in the Fortune 500 Industrials. *Organization Science* 10 (1), 27–42.
- Ricard, P., 1946. Allocution de Pierre Ricard, vice-président du CNPF, lors de la deuxième session du Conseil du Plan, 27 novembre 1946. AN-80AJ/1, Archives nationales, Paris.
- Roy, W., 1997. *Socializing Capital*. Princeton University Press, Princeton, NJ.
- Ryan, L., Schneider, M., 2002. The Antecedents of Institutional Investor Activism. *Academy of Management Review* 27, 554–573.
- Sklar, M., 1988. *Corporate Reconstruction of American Capitalism, 1890–1916*. Cambridge University Press, New York.
- Stewart, G., 1991. *The Quest for Value*. Harper Business, New York.
- Westphal, J., Zajac, E., 1998. The Symbolic Management of Stockholders: Corporate Governance Reform and Shareholder Reactions. *Administrative Science Quarterly* 43, 127–153.
- Whitley, R., 1999. *Divergent Capitalisms*. Oxford University Press, Oxford.
- Zarlowski, P., 2004. Corporate Social Responsibility and the Emergence of Social Rating Agencies in France. EGOS Colloquium, Ljubljana, July.
- Zuckermann, E., 2000. Focusing the Corporate Product: Securities Analysts and De-diversification. *Administrative Science Quarterly* 45, 591–619.