

# LA THEORIE DE L'AGENCE

La théorie de l'agence complète, sinon généralise la théorie des droits de propriété. Elle permet de répondre à deux questions importantes que nous avons soulevées dans le chapitre précédent : qui contrôle le contrôleur dans la firme capitaliste ? Comment s'organise le contrôle de l'effort productif ? Le contrôle consiste à mettre en place des mécanismes incitatifs de révélation de l'information, car les agents rationnels possèdent certaines informations nécessaires à l'évaluation de leur effort. Il existe des asymétries d'informations qui empêchent l'évaluation correcte des efforts de chacun. En particulier, le propriétaire qui délègue une partie de ses droits de propriété à un gestionnaire-mandant ne peut être assuré que celui-ci met en œuvre les moyens les plus adaptés à dégager un profit maximum. Il existe un risque que le gestionnaire ne poursuive pas cet objectif de maximisation du profit. Cette relation particulière entre le(s) propriétaire(s) et l'équipe dirigeante implique l'existence de coûts d'agence. Dans le même temps, il existe des coûts d'agence au sein même de la firme.

Dans ce chapitre, nous présentons les travaux qui portent sur les objectifs des gestionnaires mandatés par les propriétaires, c'est-à-dire que nous synthétisons différents travaux portant sur l'existence de la firme managériale, dans laquelle la propriété et la gestion sont séparées (1). Ces travaux ne constituent pas à proprement parler la théorie de l'agence. Ils en constituent cependant les prémisses sans que l'on puisse les rattacher à ce courant théorique. Nous présentons ensuite la théorie de l'agence qui généralise la notion de coût d'agence à l'ensemble des contrats de la firme, qui n'est alors qu'un nœud de contrat. Nous montrons que dans cette approche la spécificité de la firme n'est pas encore prise en compte de façon satisfaisante (2).

## 1) Conséquences de la séparation propriété / gestion.

La séparation entre la fonction de gestion et la propriété du capital d'une entreprise introduit une source d'incertitude qui peut prendre plusieurs formes. En effet, les dirigeants de l'entreprise peuvent ne pas rechercher la maximisation du profit, mais poursuivre d'autres objectifs. Ce phénomène est possible dans les firmes où la dilution du capital a pour conséquence l'émergence d'un pouvoir managérial qui, de fait, impose ses décisions aux propriétaires/actionnaires. Ce phénomène sera mis en lumière, pour la première fois, par Berle & Means en 1932. D'autres travaux montreront que les objectifs des dirigeants ne se résument pas à la maximisation du profit.

### **Les travaux pionniers de A. A. Berle & G.C. Means sur la firme managériale.**

L'apparition de la société anonyme par actions et sa généralisation dans les pays capitalistes ont conduit de nombreux auteurs à souligner la séparation croissante entre propriété et gestion de l'entreprise. Déjà Adam Smith notait les conséquences de cette évolution de la structure des entreprises : *“les directeurs de ces compagnies étant les régisseurs de l'argent d'autrui... le gèrent de façon*

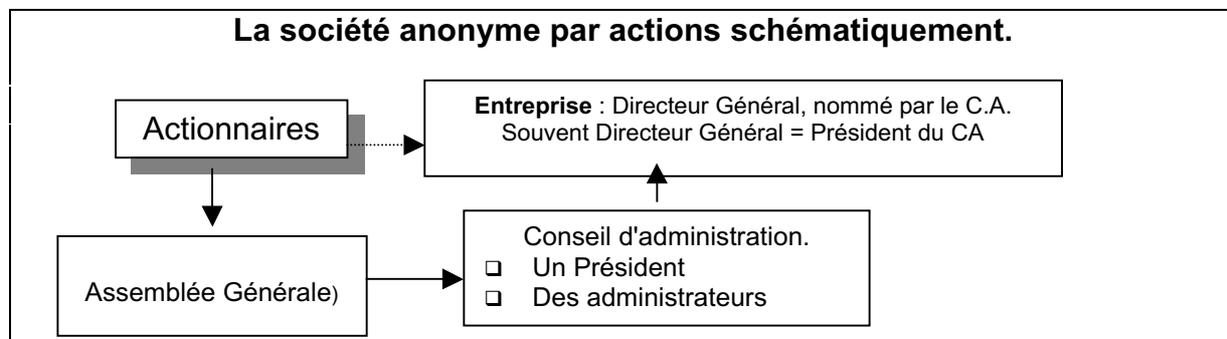
*négligente et dispendieuse*” et non “avec cette vigilance exacte que les associés d’une société apportent au maniement de leur fonds”<sup>1</sup>

Cette séparation sera d’autant plus préjudiciable aux actionnaires que la dilution du capital de la société anonyme sera importante. En effet, en cas de forte dilution du capital, les membres du conseil d’administration (organe de contrôle des actionnaires sur la société, cf. graphique page suivante) ne détiennent leur pouvoir de contrôle d’un mandat dont l’origine n’est pas nécessairement la propriété d’un grand nombre d’actions. Par conséquent, selon le degré de dispersion des actions, une partie ou l’ensemble des actionnaires peut se voir privé de son pouvoir de contrôle au profit des dirigeants.

En effet, le pouvoir des propriétaires dans une société anonyme, réside principalement dans leur capacité à nommer, contrôler et éventuellement, sanctionner les dirigeants qui disposent, eux, du pouvoir de gérer les actifs de l’entreprise. Ce pouvoir des actionnaires s’exerce par le biais du droit de vote rattaché aux actions qu’ils détiennent. Le droit vote s’exerce au sein de l’Assemblée générale de l’entreprise. Celle-ci valide le rapport de gestion présenté par le conseil d’administration, dont les membres sont élus (pour une durée déterminée) par les actionnaires en assemblée générale.

En cas de forte dilution du capital, les actionnaires sont peu incités à se déplacer aux assemblées des actionnaires en sachant qu’il n’ont aucun pouvoir. Leur droit de vote sera « noyé ». Par conséquent, les « petits actionnaires » n’exercent pas leur droit de vote, laissant ainsi la voie ouverte à un contrôle de l’entreprise par des détenteurs d’un faible montant du capital. Souvent, il arrive que le conseil d’administration d’une entreprise ne soit composé que des dirigeants de l’entreprise, ou de dirigeants d’autres entreprises « amies » (le principe des « noyaux durs » qui a longtemps existé en France est là). Ainsi les actionnaires n’ont pas de contrôle sur leur propriété (cf. les cas exemplaires d’Eurotunnel ou d’EuroDisney).

Les travaux de Berle & Means<sup>2</sup> portent sur l’émergence de ce type de structure de contrôle. Ils montrent que la “firme managériale” (perte de contrôle des actionnaires) est très présente dans les grandes firmes américaines. Ils étudient donc la dilution du capital afin de distinguer différents types de contrôle de la firme. Cinq types de contrôle sont ainsi distingués :



<sup>1</sup> Smith A., [1776], « *La Richesse des Nations* », Ed. Flammarion 1991.

<sup>2</sup> Berle A.A., Means G., [1932], « *The modern corporation and private property* », MacMillan, New York (Edition de 1982).

- la propriété totale (plus de 80 % du capital) : « un seul individu ou un petit groupe d'associés possèdent tous ou pratiquement tous les titres mis en circulation ». Dans ce cas, les propriétaires sont en position de choisir les dirigeants de l'entreprise et de dominer la direction de l'entreprise;
- la participation majoritaire : (50% à 80% du capital) : « la propriété de la majorité des titres par un seul individu ou un petit groupe donne à ce groupe pratiquement tous les pouvoirs de contrôle légaux qui seraient sinon détenus par un seul propriétaire d'entreprise »;
- la participation minoritaire (20% à 50% du capital) : « un individu ou un petit groupe, du fait, qu'il détient une participation suffisante dans le capital, est en mesure de dominer une entreprise... Plus la compagnie est grande, plus la répartition des titres est étendue, plus il est difficile de déloger une minorité qui a la mainmise sur l'organisation »;
- la propriété découlant de moyens légaux comme le « cumul en pyramide ». Par exemple, la multiplication des participations minoritaires, notamment au travers de holdings, permet à des propriétaires d'exercer un contrôle sur les dirigeants avec une faible participation nominale au capital.
- la propriété dispersée (moins de 20% du capital) : « aucun individu ni petit groupe n'a suffisamment de participation minoritaire pour dominer les affaires de la société ». Dans ce dernier cas, l'entreprise est dite sous « **contrôle managérial** ».

Les auteurs peuvent ainsi montrer qu'en 1932, 40% des 200 premières firmes américaines étaient sous contrôle managérial. Le seuil de 20% sera largement discuté, remis en cause par de multiples auteurs. En abaissant ce seuil de participation à 10%, J. Lerner<sup>3</sup> montre, qu'en 1963, 85% des deux cent premières firmes américaines étaient sous contrôle managérial. De nombreuses études en abaissant encore le seuil à 3 ou 5% concluront à l'existence de ce contrôle managérial.

Le contrôle managérial permet aux dirigeants de léser les intérêts des actionnaires. En effet, les managers, qui ne sont pas actionnaires de la firme, ne se préoccupent pas du profit que l'entreprise versera aux actionnaires (leur fructus). Les dirigeants retirent d'autres avantages de leur situation : leur rémunération et le prestige personnel. Si le contrôle des actionnaires est faible ou inexistant, les dirigeants consacrent une part importante des ressources de l'entreprise à la satisfaction de ces objectifs, comportement discrétionnaire qui affecte les performances de l'entreprise et la valeur patrimoniale des actions. En effet, la valeur d'une action sur un marché financier efficient (c'est-à-dire qui répond aux conditions de l'axiomatique de la CPP) est égale à la somme actualisée des profits futurs anticipés à la date t :

---

<sup>3</sup> Lerner J., [1966], « *Ownership and control in the 200 largest non financial corporation, 1929 and 1963* », American Economic Review, Septembre.

$$V_t(A) = \frac{\sum_{i=1}^{\infty} \pi_i^a}{(1+r)^i}$$

Toute action de la part des dirigeants qui ne visent pas à maximiser le profit revient de fait à léser le propriétaire qui obtiendra des dividendes plus faibles et dont la valeur de l'action diminuera sur le marché financier.

Un ensemble de travaux a donc cherché à décrire ou à valider certaines hypothèses sur le comportement des dirigeants dans le cas où la firme est sous contrôle managérial.

### **Les travaux sur les objectifs des dirigeants : quelle est la fonction objective des dirigeants ?**

Différents auteurs ont cherchés à décrire la fonction objective des dirigeants d'entreprises « managériales ». On peut regrouper ces travaux multiples et divers en trois points : les managers ont des préférences pour certaines dépenses et principalement des dépenses qui assurent leur prestige ; les dirigeants ont tendance à construire des « empires » de nature conglomérale qui ne correspondent pas aux objectifs des actionnaires ; les dirigeants ne maximisent pas le profit mais le chiffre d'affaires qui leur assure une meilleure sécurité et plus de pouvoir.

- Une première façon pour les dirigeants de détourner les profits de l'entreprise consiste à s'octroyer de multiples avantages en nature ainsi que des émoluments importants. Ainsi O.E. Williamson<sup>4</sup> postule que les dirigeants possèdent un pouvoir discrétionnaire important et contrôlent de nombreuses dépenses de la firme dont ils tirent une satisfaction directe. Ces dépenses se traduisent par des préférences que leur fonction d'utilité traduit. Williamson distinguent ainsi trois catégories de dépenses qui permettent aux managers de satisfaire leurs désirs de revenus, de prestige, de pouvoir et de sécurité :

- 1) Les dépenses de personnel administratif : le montant des dépenses engendrées par le personnel administratif d'état-major traduit à la fois l'importance en nombre de ce personnel et sa rémunération moyenne. Les managers tirent essentiellement leur satisfaction du volume et de la croissance de ce personnel à travers la valeur et la hausse des dépenses qu'ils provoquent. En effet, le contrôle d'un nombre élevé de personnes est source de pouvoir et de prestige. La responsabilité qui en résulte implique un salaire conséquent. Quant au volume croissant du personnel, il constitue une mesure du succès de l'action des managers.

- 2) Les émoluments : ceux-ci représentent la partie discrétionnaire de la rémunération des managers. Ils comprennent des avantages pécuniaires, comme des prêts gratuits ou à taux réduits, et des avantages en nature (appartement de fonction, voiture de fonction, personnel, etc...). Ils constituent une véritable rente pour les managers. En effet, ces avantages ne rémunèrent en rien leur capacité de gestion, mais résultent simplement de leur position dans l'entreprise. Ils reflètent

---

<sup>4</sup> Williamson O.E., [1963], « *Managerial discretion and business behaviour* », American Economic Review.

ainsi leur pouvoir et leur prestige. Le fait important est que ces avantages comporte une spécificité forte qui intéresse les managers : un traitement fiscal faible. Ces avantages échappent souvent à l'impôt et ne font pas l'objet de contrôle de la part des actionnaires qui ont moins d'informations sur ces rémunérations que sur les rémunérations directes des managers.

3) Les dépenses d'investissement discrétionnaires : elles représentent des dépenses d'investissement que les managers peuvent faire d'une façon discrétionnaire au-delà des dépenses d'investissements qui assurent un profit acceptable pour les actionnaires. Elles permettent aux dirigeants de réaliser des projets qui ont leur faveur personnel, comme des opérations de prestige (mécénat, parrainage, etc...).

A l'exception de ces dernières dépenses qui peuvent être source de conflit entre actionnaires et dirigeants, elles ne paraissent toutefois pas de nature à léser fondamentalement l'actionnaire, et leur montant est souvent négligeable au vu des profits versés aux actionnaires<sup>5</sup>.

• R. Marris<sup>6</sup> avance une hypothèse de nature bien différente de la précédente. En effet, il avance que les dirigeants ont une préférence, une tendance naturelle à la « construction d'empire ». Pour Marris en effet, « aucune règle rigide n'oblige les dirigeants à poursuivre un ensemble d'objectifs précis... Ils sont libres de choisir parmi un large éventail de politiques ». Un des objectifs des dirigeants étant d'accroître leur prestige personnel, l'un des moyens pour y parvenir est la croissance de la firme qu'ils dirigent, selon Marris. Les dirigeants vont avoir pour objectif la croissance de la firme au détriment même des actionnaires qui eux, rappelons-le, ne se préoccupent que de la rentabilité de leurs titres de propriété. Galbraith avance la même idée<sup>7</sup>.

La croissance de la firme peut prendre la forme de la diversification conglomerale, qui apparaît aux yeux de certains auteurs comme un comportement discrétionnaire<sup>8</sup>. La diversification conglomerale (cf. II<sup>o</sup> partie du cours) consiste pour des firmes à entrer sur des marchés qui ne présentent aucun lien avec les "activités mères" de la firme. Il n'y a pas de synergies entre les anciennes activités et les nouvelles. L'argument avancé pour justifier cette stratégie est la réduction du risque sur la base de l'analyse financière et la théorie du choix de portefeuilles (qui relève pour le coup du bon sens : "il ne faut pas mettre tous ses œufs dans le même

---

<sup>5</sup> cf. Charreaux G., [1994], « Conseil d'administration et pouvoirs dans l'entreprise », Revue d'Economie Financière, n°31, Hiver. Il est à noter que deux auteurs en management proposent une version radicalement différente de cet excédent de dépenses qu'ils nomment « slack ». Cyert & March avancent que cet « ensemble de dépenses effectuées par l'organisation en excédent de ce qui est fondamentalement nécessaire à l'activité de l'organisation » est absolument nécessaire au fonctionnement de l'organisation. Pour une présentation de cette approche cf. Chevalier J.M. (Ed.), [1995], « L'économie industrielle des stratégies d'entreprises », pp. 69-79, Montchrestien, Paris.

<sup>6</sup> Marris R., [1971], « L'entreprise capitaliste moderne », Dunod, Paris.

<sup>7</sup> cf. introduction de Galbraith J.K., [1989], « Le nouvel état industriel », 4<sup>ème</sup> Ed., 473 p. Version originale 1967.

<sup>8</sup> cf. Amihud Y., Lev B., [1981], « Risk reduction as a managerial motive for conglomerate mergers », The Bell Journal of Economics, Automne. et aussi Hill C.W.L., Snell S.A., [1989], « Effects of ownership structure and control on corporate productivity », Academy of Management Journal, Vol. 32, n°1, Mars.

panier”). Le principe de la diversification conglomerale consiste à investir dans des activités dont la cyclicité varie et permet de lisser les résultats de l’entreprise. La variabilité du résultat est ainsi réduite et permet d’assurer - en théorie - un résultat minimum quelque soit la conjoncture.

La diversification conglomerale a été largement pratiquée aux Etats-Unis dans les années 1950-1960. La diversification engendre une complexité organisationnelle qui complique la tâche des dirigeants. Mais là n’est pas l’argument principal. Les dirigeants n’ont pas à réduire le risque de la firme, puisque l’actionnaire de la firme peut lui-même réduire son risque en diversifiant son portefeuille d’actions. Dès lors, la diversification réduit la rentabilité des titres puisqu’elle diminue le risque des actifs. Par conséquent, la diversification conglomerale est une pratique discrétionnaire et ne correspond pas à l’intérêt des actionnaires.

Les dirigeants, en pratiquant la diversification conglomerale, réduisent *leur* risque. Ceci peut se comprendre de plusieurs points de vue. La réduction du risque permet aux dirigeants de s’assurer d’une stabilité du résultat et peuvent ainsi verser les dividendes minima aux actionnaires. Mais on peut également comprendre la mise en œuvre de cette stratégie par le fait que la rémunération des dirigeants est souvent liée aux performances de la firme par le biais de « stocks options », « bonus » et autres rémunérations annexes. Les dirigeants ont également une préférence pour le risque et cherche à minimiser le risque lié à la variabilité des performances. Mais, à la différence des actionnaires, les dirigeants ne peuvent diversifier ce risque (ils ne peuvent être dirigeants de plusieurs entreprises en même temps). Par conséquent, les dirigeants seraient incités à engager une diversification de la firme pour limiter *leur* risque.

Dans le même registre, deux auteurs<sup>9</sup> avancent l’hypothèse que dans les firmes contrôlées par les managers, ceux-ci ne privilégient pas les dépenses de recherches et développement. Ce type d’investissement apparaît conforme aux intérêts des actionnaires dans la mesure où, il permet de doter l’entreprise d’atouts pour le futur. Mais ce type d’investissement est très risqué et très profitable (découverte d’un nouveau procédé). Mais le processus d’innovations est très aléatoire. Pour les dirigeants cet investissement est peu attractif car l’horizon de l’innovation est éloigné par rapport à leur propre horizon temporel, et surtout par le fait que ces dépenses peuvent ne produire aucun résultat, ce qui ne manquerait de rejaillir sur leur prestige et leur carrière.

Les firmes managériales s’orienteraient donc vers des activités non reliées et des niveaux inférieurs d’investissements en R&D par rapport aux firmes contrôlées par leurs actionnaires. Les auteurs précédemment cités montrent que, plus le capital des firmes est concentré, plus les dépenses de R&D (rapportées au nombre de salariés) sont élevées et plus les activités de l’entreprise sont reliées entre elles. Ils montrent également que la productivité est plus faible dans les entreprises dont le capital est fortement concentré. Ceci s’expliquerait par le fait que les dirigeants des firmes managériales embaucheraient un personnel nombreux afin d’augmenter leur prestige (« je dirige des milliers de salariés »).

---

<sup>9</sup> Hill C., Snell S., [1989], « *Effects of ownership structure and control on corporate productivity* », Academy of Management Journal, Vol. 32, n°1, Mars.

- Les dirigeants ne chercheraient pas à maximiser le profit mais le chiffre d'affaires de l'entreprise. Cette hypothèse a été avancée par W.J. Baumol<sup>10</sup> qui constate que les dirigeants ont plutôt tendance à maximiser la valeur des ventes de l'entreprise que le profit. Plusieurs travaux ont montré que les revenus des dirigeants étaient plus étroitement corrélés au chiffre d'affaires qu'au profit.

Un chiffre d'affaires important participe à la réalisation des objectifs des managers : un haut niveau de chiffre d'affaires profite plus en termes de prestige au dirigeant que le profit qui bénéficie essentiellement aux actionnaires. Une forte part de marché assure un pouvoir de négociation important aux dirigeants et renforce ainsi leur pouvoir. En s'assurant une forte part de marché, les dirigeants repousse le risque d'entrée de nouveaux concurrents sur le marché et réduisent ainsi le risque liée à la gestion de l'entreprise. W.J. Baumol propose une représentation modélisée de ce type de comportement managérial.

Les dirigeants tirent satisfaction de la valeurs des recettes totales de la firme. Ils maximisent donc une fonction d'utilité dont le seul argument sera le chiffre d'affaires. Dans la mesure où l'utilité croît en permanence avec le chiffre d'affaires, on peut écarter la formulation en terme de fonction d'utilité, et ne considérer que la maximisation des recettes totales :  $R_T = R(q) = p(q).q$ .

La recette marginale est positive et décroissante:  $\frac{dR}{dq} > 0, \frac{d^2R}{dq^2} < 0$

Le programme de maximisation comporte une contrainte technique définie par la fonction de production de la firme, et une contrainte de profit. Cette dernière implique qu'un niveau minimum de profit soit réalisé : ce niveau minimum est appelé  $g_m$ . Ce profit minimum doit permettre de verser aux actionnaires des dividendes suffisants afin qu'ils maintiennent leur confiance aux dirigeants. Ce profit assure la survie de l'entreprise en évitant que la maximisation des ventes entraîne des profits nuls ou des pertes. On écarte le cas où le bénéfice requis est égal au profit maximum ou à un profit ne permettant pas de maximiser les ventes. On inclut un coût fixe  $C_F$  et un coût variable  $C_v(q)$  qui augment d'une façon non proportionnelle à  $q$ . La contrainte devient donc :

$$R(q) - C_v(q) - C_F \geq g_m$$

Le programme de maximisation conduit à maximiser une fonction  $L$  qui incorpore l'objectif de chiffre d'affaires et la contrainte de profit :

$$L = R(q) + k[R(q) - C_v(q) - C_F - g_m]$$

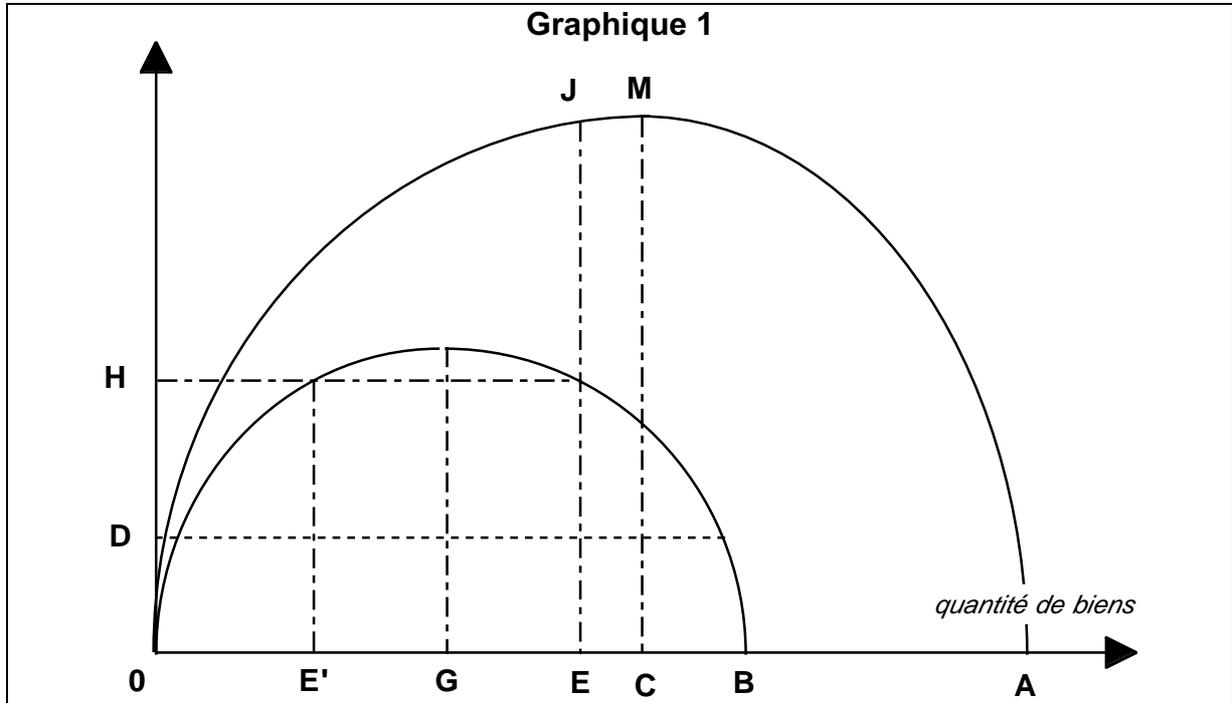
Cette fonction est maximum pour  $q > 0$ , si les deux conditions suivantes sont vérifiées :

---

<sup>10</sup> Baumol W.J., [1959], « *Business behavior, value and growth* », Macmillan.

$$(1), \frac{\partial L}{\partial q} = \frac{dR}{dq} + k \left[ \frac{dR}{dq} - \frac{dC_v}{dq} \right] = 0; q > 0$$

$$(2), \frac{\partial L}{\partial k} = R(q) - C_v(q) - C_F - g_m \geq 0; k \geq 0; k \cdot \frac{\partial L}{\partial k} = 0$$



La parabole OMA représente la courbe des recettes totales, la parabole OB celle des profits. Si  $\frac{\partial L}{\partial k} > 0$ , la contrainte de profit n'est pas effective et  $k=0$ . Dans ce cas là, les dirigeants qui veulent réaliser un profit minimum d'une valeur OD, peuvent accroître le chiffre d'affaires jusqu'à ce que la recette tirée de la vente d'une unité de bien supplémentaire (recette marginale condition (1)) soit nulle. Ils fixent ainsi la production et la vente au volume OC.

Si  $\frac{\partial L}{\partial k} = 0$ , le profit réalisé égale le profit minimum (condition (2)). De ce fait, la contrainte est effective et  $k > 0$ . dans ce cas les managers qui désirent obtenir un profit minimum d'une valeur OH peuvent réaliser cet objectif avec deux niveaux de vente OE ou OE'. Comme ils cherchent les recettes les plus élevés, ils choisiront la quantité OE.

Dans les deux cas, les quantités produites et vendues sont supérieures au volume des ventes qui maximiserait le profit (cette quantité est égale à OG). En effet, sauf cas particulier où le profit minimum requis égale le profit maximum, la maximisation des recettes totales implique un profit inférieur à celui que l'on obtiendrait si l'objectif était la maximisation du profit. En cas de maximisation des recettes sous contrainte effective de profit, les managers sont incités à modifier leurs décisions à la suite d'une hausse des coûts fixes ou d'impôts forfaitaires qui accroissent le profit minimum requis. Une telle influence ne s'exerce pas sur les dirigeants qui maximisent le profit, dans la mesure où la condition d'optimisation ne dépend que des charges variables.

Afin de surveiller les dirigeants et de les contraindre à poursuivre un objectif de maximisation du profit, il existe des mécanismes qui permettent aux actionnaires de se passer d'effectuer des contrôles par eux-mêmes. Telles sont les conclusions de la théorie de l'agence.

## 2) La théorie de l'agence : la discipline du marché.

Grâce à la théorie des droits de propriétés et à l'axiomatique de la théorie néo-classique, l'entreprise peut, de fait, être considérée comme un ensemble de contrats, un nœud de contrats (*nexus of contracts*). Les salariés par exemple passent un contrat avec leur employeur, tout comme les fournisseurs et les clients, mais il en va de même avec les créanciers et l'Etat. Comment gérer l'ensemble de ces contrats avec les différentes parties prenantes - *stakeholders* (et non shareholders qui sont les simples actionnaires) ?

En effet, chacune des parties prenantes peut avoir intérêt à ne pas respecter son contrat. Ainsi, le salarié accepte contractuellement une autorité à laquelle il annonce qu'il va se conformer tout au long de l'exécution du contrat. Mais dans le même temps, le salarié - individu rationnel - cherchera également à minimiser son effort. Il en va de même pour chacun des *stakeholders* : ils peuvent avoir intérêt à ne pas respecter leur contrat. Il en va ainsi de toute personne qui reçoit un *mandat* et dont l'intérêt personnel peut être divergent, comme on vient de le voir avec les objectifs des actionnaires et des dirigeants. Comment donc établir des modes d'organisation qui permettent de limiter *l'opportunisme* des individus, et qui les incitent à révéler *l'information* qu'ils détiennent ?

### **La relation d'agence. Principal, agent, mandat. Opportunisme et asymétrie d'information.**

La vision contractualiste de la firme nécessite d'étudier l'engagement des individus dans l'exécution des contrats qu'ils passent entre eux et notamment dans le cas où le contrat comporte la délégation d'un ensemble de décisions. Ceci peut s'assimiler à un transfert de droits. Ce transfert constitue la relation d'agence.

• Plus généralement, on dira qu'une « *relation d'agence s'est créée entre deux ou plusieurs parties lorsque l'une de ces parties, désignée comme l'agent, agit comme représentant de l'autre désignée comme le principal, dans un domaine décisionnel particulier.* »<sup>11</sup>

Dès lors qu'il y a transfert (contractuel) de la prise de décision, il y a relation d'agence. Ainsi M. Jensen et W. Meckling définiront la relation d'agence comme « *un contrat dans lequel une ou plusieurs personnes ont recours aux services d'une autre personne pour accomplir en leur nom une tâche quelconque, ce qui implique une délégation de nature décisionnelle.* »<sup>12</sup>

---

<sup>11</sup> Ross. S, [1973], « *The economic theory of agency : the principal problem* », American Economic Review, LXII, mai, p.134.

<sup>12</sup> Jensen M., Meckling W., [1976], « *Theory of the firm : managerial behavior, agency costs and capital structure* », Journal of Financial Economics, Spring, p. 308.

- Cette dernière définition de la relation d'agence est plus large que la précédente puisque le contrat est la relation d'agence, et tout contrat recèle en lui une telle relation. Le contrat est perçu comme une délégation partielle de droits de propriété. L'usus est confié en location à un tiers avec lequel on contracte : le propriétaire est le principal, le tiers mandataire est l'agent. Par définition, l'agent est capable de gérer le bien qui fait l'objet du contrat mieux que ne le ferait le principal.

La contractualisation implique une coopération qui se traduit par une relation d'agence réciproque : chaque acteur est à la fois principal et agent<sup>13</sup>. Ainsi le contrat de travail peut-il s'analyser comme une location de l'usus du droit de propriété sur lui-même, soit comme une location au salarié de l'usus du droit de propriété du propriétaire sur ses biens.

- Pourquoi y a-t-il un problème d'agence ?

Chaque individu rationnel recherche son intérêt personnel (selon l'axiomatique néo-classique) ; cette recherche peut conduire l'individu à ne pas respecter les engagements contractuels, à la tromperie. Parce qu'ils sont intentionnellement rationnels, les individus préfèrent tricher plutôt que de réaliser un engagement qui leur est défavorable à leur intérêt. Ou bien, ils peuvent profiter de la liberté qui leur est contractuellement accordée pour gérer les affaires de leur mandant dans une logique qui est défavorable à ce dernier. Cela est d'autant plus probable que s'ils exercent une activité d'agent, c'est qu'ils sont supposés posséder plus de compétences, ou d'informations que le principal. **L'opportunisme** peut donc être interprété comme une manipulation privée de l'information dans le but de privilégier son propre intérêt. Il existe donc une **asymétrie d'information** entre le principal et l'agent, c'est-à-dire qu'un des deux agents possède plus d'information que l'autre sur les états de la nature.

L'asymétrie d'information renvoie à l'axiomatique de l'information parfaite (cf. Chapitre 0). Dès lors que l'information n'est pas parfaite, l'efficience allocative du marché est remise en cause et les transactions deviennent coûteuses, car l'opportunisme des agents génère une incertitude sur la situation réelle. L'asymétrie d'information est à la source des comportements opportunistes. Cette incertitude génère elle-même des comportements qui rendent coûteuse la transaction : les agents peuvent ne pas révéler toute l'information ou la falsifier ; il y a **aléa moral** (*moral hazard*) ; l'incertitude sur l'autre peut même conduire à un refus d'établir un contrat ; il y a **antisélection** (*adverse selection*) L'information n'est pas disponible ou cachée, ou le doute sur celle-ci est très fort.

D'une façon générale, on dira qu'il y a **risque moral** lorsqu'une des parties au contrat peut agir de façon à léser l'autre partie, soit parce que cette dernière est moins bien informée, soit parce que le contrat est incomplet (il ne prend pas en compte *toutes* les éventualités auxquelles font face les parties dans la réalisation du contrat). Pour qu'il y ait risque moral, il faut donc qu'une des parties ait la possibilité de recourir à des actions cachées, l'autre partie en subissant les conséquences. Le

---

<sup>13</sup> op. cit.

risque moral peut être qualifié « d'opportunisme *ex post* » alors que l'antisélection peut être qualifiée « d'opportunisme *ex ante* ». <sup>14</sup>

Dans ce contexte d'information imparfaite, la théorie de l'agence se concentre sur deux questions : « 1) comment construire un système d'incitation et de surveillance qui empêche l'agent d'avoir un comportement susceptible de léser les intérêts du principal, ou pour être plus précis, qui conduise l'agent à se comporter comme s'il cherchait à maximiser la fonction d'utilité du principal ? 2) comment concevoir, en information imparfaite, un système d'agence qui s'approche le plus de l'efficacité obtenue en information parfaite par les mécanismes du marché décrits par la micro-économie standard? » <sup>15</sup>

### **Les coûts d'agence.**

La mise en place d'un système d'incitation de l'agent et de son contrôle est nécessairement un système coûteux. L'ensemble des dépenses effectuées pour inciter et contrôler l'agent constitue le coût d'agence. Le coût d'agence est constitué des coûts monétaires et non monétaires que supportent les deux parties du fait de la nécessité de mettre en place un système d'obligation et de contrôle. Ils se décomposent en trois principaux types de coûts :

❑ **les dépenses de surveillance et d'incitation** (*monitoring expenditures*) : ces coûts sont supportés par le principal. Ils comportent les coûts liés à la gestion de l'information, la surveillance, l'incitation.

❑ **les dépenses d'obligations** (*bonding expenditures*) : ces coûts sont supportés par l'agent pour signaler la bonne exécution du contrat. (publication des comptes, rapports, etc...).

❑ **la perte résiduelle** (*residual loss*) : c'est le coût d'opportunité ou encore ce qu'aurait gagné chacune des parties à ne pas contracter avec l'autre. Il s'agit du coût d'opportunité entre le paiement des coûts précédents et les coûts supportés en cas de gestion directe par le principal.

### **La solution au problème de l'agence : la discipline du marché.**

L'existence des coûts d'agence entraînera des calculs de part et d'autre afin d'évaluer l'intérêt de la relation d'agence. La délégation de la gestion des droits de propriété génère des coûts de surveillance (S) pour le principal et une perte résiduelle (R), liée au risque de gestion opportuniste de son bien par l'agent. Si l'on se place dans la perspective d'une relation d'agence entre un propriétaire d'une firme et des dirigeants, le revenu du propriétaire peut s'exprimer sous la forme :  $\Pi - S - R$ , où  $\Pi$  est le profit dégagé par la firme en gestion directe (donc sans coût d'agence). Le dirigeant obtient pour sa part une rémunération W. Par ailleurs, il effectue des dépenses d'obligation afin de signaler la bonne exécution du contrat. En outre, il peut obtenir une rémunération supplémentaire par une gestion opportuniste de l'entreprise

---

<sup>14</sup> cf. Coriat B., Weinstein O., [1995], « *Les nouvelles théories de l'entreprise* », pp. 55-56.

<sup>15</sup> op. cit., p. 94.

$R^*$ , qui est une partie de la perte résiduelle du principal. Le revenu du dirigeant est donc  $W+R^*-O$ .

#### Les coûts du principal et ses revenus.

Coûts	Revenus	Revenu net
1. Coût de surveillance (S) 2. Coût d'opportunité : perte résiduelle (R.)	$\pi$ (profit de la gestion directe)	$\pi -(R+S)$

#### Les coûts du dirigeant.

Coûts	Revenus	Revenu net
1. Coût d'obligation (O)	1. W (salaire) 2. $R^*$ (rémunération liée à la gestion opportuniste)	$W+R^*- O$

Le principal doit limiter la gestion opportuniste du dirigeant qui est tenté d'augmenter R afin d'augmenter  $R^*$ . Mais plus R augmente, plus le dirigeant doit dans le même temps effectuer des dépenses d'obligation pour rassurer le principal. Ainsi, il doit arbitrer entre une augmentation de  $R^*$  et une augmentation de O.

Le principal quant à lui cherchera à minimiser R, mais cette minimisation implique des frais de surveillance supplémentaires, donc S augmentera. D'où un arbitrage entre la diminution de R et l'augmentation de S. *In fine*, le problème de l'agence n'est qu'un simple problème d'optimisation de coûts.

#### L'arbitrage des agents économiques.

Principal	Agent	Equilibre
1. Cherche à minimiser la perte résiduelle $\min(R.)$ 2. Ceci augmente ses coûts de surveillance S 3. Arbitrage entre $dR$ et $dS$	1. Cherche à augmenter sa rémunération liée à l'opportuniste $\max(R^*)$ 2. Ceci l'oblige à augmenter ses coûts d'obligation O 3. Arbitrage entre $dR^*$ et $dO$	L'opportunisme des agents est limité par les coûts d'information qu'ils subissent. Le calcul des agents résout le problème de l'opportunisme

L'opportunisme n'est donc que la résultante d'un calcul d'intérêt et non un comportement inné des agents. La question qui se pose alors est comment les individus obtiennent l'information sur les coûts qu'ils subissent et comment les coûts s'évaluent ? La solution à cette double question est encore une fois le marché.

Pour la théorie néo-classique, le marché assure la coordination des intérêts de manière spontanée en empêchant des individus de tricher. L'avantage du marché réside dans le fait qu'il transmet de l'information de façon parfaite si les conditions de l'axiomatique sont respectées. Par conséquent, il apparaît un mode de régulation qui peut limiter les asymétries d'information. Autour de la firme existent des marchés qui permettent d'évaluer l'efficacité des choix contractuels de la firme. Il suffit donc de s'y référer pour résoudre les problèmes d'agence. Dans cette perspective, deux marchés permettent de limiter l'opportunisme des agents et d'évaluer les coûts d'agence : le marché financier et le marché du travail.

- *Le rôle du marché financier dans la théorie de l'agence.*

Le marché financier est un marché des droits de propriété sur les firmes. Sur ce marché s'échangent des titres de propriétés (actions) ou de dettes (obligations). Les marchés permettent d'évaluer en permanence le prix d'une action. Le marché financier permet d'objectiver la perte de valeur d'une action si l'entreprise n'est pas gérée dans le sens des intérêts du propriétaire. En effet, si le dirigeant gère l'entreprise dans son intérêt, il diminue le profit, et par là même la valeur de la firme (i.e.: la valeur de la firme est égale à la somme actualisée des profits futurs anticipés). Pour le principal-propriétaire, cette perte de valeur (matérialisée par la baisse du prix de son action), constitue une alternative au coût de surveillance. Il pourra par conséquent effectuer un arbitrage entre ce qu'il perd en coûts de surveillance et ce qu'il gagne en limitant la perte de valeur de ses actions. Tant que le coût de surveillance est supérieur à la perte de valeur, il n'y a aucune **incitation** à mettre en place un système de surveillance. Le marché financier permet donc que se réalise le calcul résolvant le problème d'agence. Le marché financier envoie donc des signaux aux agents.

- *Le rôle du marché du travail.*

Le dirigeant qui aurait une gestion trop opportuniste de la firme augmenterait la perte résiduelle du propriétaire. Ce dernier sanctionnerait alors le dirigeant en le licenciant. Cette menace de se retrouver sur le marché du travail limite de fait l'opportunisme des dirigeants. Une mauvaise gestion de la firme nuira à sa réputation et l'empêchera, une fois sur le marché du travail, de retrouver facilement un emploi<sup>16</sup>. Mais, le contrôle et la limitation de l'opportunisme du dirigeant passe également par un contrôle interne. Les niveaux hiérarchiques inférieurs étant portés à l'accession à un poste supérieur, le contrôle de l'équipe dirigeante s'effectue donc également en interne. La hiérarchie de l'entreprise est donc ramenée à un *marché interne* du travail.

Par conséquent, le marché est une forme d'organisation dont l'existence permet de limiter l'opportunisme des agents, de les discipliner. Ainsi, la spécificité de la firme dans la théorie de l'agence est réduite à néant. Perçue comme un ensemble de contrats, elle n'est que la continuation du marché, un nœuds de contrats. Certains auteurs parlent même d'une « fiction légale » (sic). La firme n'a pas d'existence propre. Il y a seulement des individus qui maximisent leur utilité. la firme n'a donc pas d'objectifs, seuls les individus ont des objectifs. S'interroger sur les objectifs de la firme n'a donc aucun sens.. De même la question de la propriété de la firme n'a pas de sens, puisqu'ils n'existent que des individus qui contractent librement entre eux<sup>17</sup>. La seule question pertinente est celle de la forme des rapports contractuels entre individus.

---

<sup>16</sup> L'introduction de la réputation du dirigeant est une torsion supplémentaire du modèle néo-classique. Cette hypothèse est contradictoire avec la notion même de marché. En effet, l'introduction de la réputation signifie que le marché a une mémoire des actions passées des dirigeants. Ce qui signifie que le marché évalue la productivité marginale du dirigeant sur des bases qui ne relèvent en rien du calcul rationnel. En outre, nombre de dirigeants qui ont conduit des entreprises à la faillite ont retrouvé des emplois similaires dans des entreprises équivalentes, ce qui est contradictoire avec les conclusions de la théorie de l'agence.

<sup>17</sup> Fama E., [1980], « *Agency problems and the theory of the firm* », Journal of Political Economy, Vol. 88, n°2, Avril.

Dans la théorie de l'agence la distinction entre l'intérieur de la firme (« la boîte noire ») et l'extérieur n'a aucun sens, comme Jensen & Meckling l'affirment. La seule réalité est l'existence de relations contractuelles multiples. La question de la frontière de la firme est donc sans objet. Par conséquent, il n'y a pas d'opposition fondamentale entre la firme et le marché. Si l'on considère qu'il n'existe que des rapports contractuels, il n'y a pas de sens à opposer les modes de coordination internes à la firme aux modes de coordination externes. Pour les tenants de cette approche, il n'y a pas de rapport d'autorité distinct au sein de la firme de celui existant dans toute relation de marché. La firme est un « marché privé ».