

Questions sur la conception actionnariale de l'entreprise

Olivier WEINSTEIN

La société par actions a été un depuis la fin du XIXe siècle une des institutions majeures du capitalisme, et l'instrument central du développement industriel des économies occidentales d'abord, et du reste du monde ensuite. Les caractères et le comportement de ces sociétés ont, aujourd'hui plus que jamais, des conséquences économiques, sociales, environnementales et même politiques considérables. Les conditions dans lesquelles ces entreprises sont gérées, les objectifs qu'elles poursuivent et les intérêts défendus par leurs dirigeants sont donc d'une très grande importance.

Primat de l'actionnaire et valeur actionnariale

Or, les transformations qu'ont connues nos économies à partir des années 1980, marquées comme du pouvoir de la finance et des logiques de marché se sont également traduites par des transformations profondes des structures et les modes de fonctionnement des entreprises, et tout particulièrement des grandes entreprises organisées en société anonyme¹. La conception actionnariale du gouvernement d'entreprise se trouve au cœur de ces transformations. Cette conception s'exprime dans la doctrine du primat de l'actionnaire, qui a pu être présenté par deux grands juristes américains dans un article célèbre comme « la fin de l'histoire du droit des sociétés »². Cette doctrine combine deux principes : (1) la société par actions doit être gérée dans le seul intérêt des actionnaires (ou tout au moins donner la priorité à l'intérêt des actionnaires) ; et (2) la valeur de marché des actions est la mesure première de l'intérêt des actionnaires. Ce qui conduit à la doctrine de la valeur actionnariale qui tend à orienter les stratégies de la plupart des grandes sociétés depuis une vingtaine d'années : la maximisation de la valeur actionnariale doit être l'objectif prioritaire des dirigeants de ces sociétés.

On ne saurait surestimer l'impact considérable de ces principes - combinés avec un activisme crois-

sant des investisseurs institutionnels et des fonds d'investissement - sur le fonctionnement des entreprises. Des exemples tirés de l'actualité récente illustrent bien ce fait. On a pu voir ainsi le gérant d'un « *hedge fund* » tenter en 2012 de contraindre Apple à distribuer à ses actionnaires une grande partie de ses liquidités, jugées trop importantes³. Plus récemment, le financier Carl Icahn a demandé à la même entreprise d'utiliser ses ressources au rachat de 150 milliards de dollars de ses propres actions⁴, selon une méthode aujourd'hui classique pour faire monter les cours des titres, en application précisément du principe de la valeur actionnariale. À aucun moment ne semble avoir été envisagé d'utiliser les fonds accumulés par l'entreprise pour l'investissement ou la recherche, ou de les distribuer en partie aux salariés. En France, un « fond activiste » (TCI) a demandé récemment à EADS de vendre sa participation dans Dassault, expliquant que si « *EADS était à présent une entreprise "normale", recherchant les profits et l'intérêt des actionnaires privés* » elle se devait de réaliser cette opération⁵.

Ainsi une « entreprise normale » serait une entreprise qui recherche l'intérêt des actionnaires privés. Ce point de vue est aujourd'hui considéré comme une quasi évidence dans le monde des affaires, aussi bien que par la majorité des économistes « standards ». Et pourtant, il n'a assurément rien d'évident. Il ne s'est véritablement imposé que depuis les années 1990, avec l'affirmation d'une conception de l'entreprise opposée à la vision managériale dominante durant la plus grande partie du XXe siècle. Jusqu'au début des années 1980, comme le rappellent Holmstrom et Kaplan, « *le management était loyal à la Corporation, pas aux actionnaires* »⁶. Le passage à une conception strictement actionnariale a-t-il des fondements sérieux. Beaucoup aujourd'hui en doutent.

¹ Voir O. Weinstein, *Pouvoir, finance et connaissance. Les transformations de l'entreprise capitaliste entre XXe et XXIe siècle*. La découverte, textes à l'appui/économie, Paris, 2010.

² H. Hansmann et R. Kraakman, "The End of History for Corporate Law", *Georgetown Law Journal*, 89, 2001, pp. 439-468.

³ Voir *Les Echos*, 25 fév. 2013.

⁴ *Les Echos*, 16 août 2013.

⁵ *Les Echos*, 5 août 2013.

⁶ B. Holmstrom et S. N. Kaplan, « Corporate Governance and Merger Activity in the United States: Making Sense of the 1980s and 1990s », *Journal of Economic Perspectives*—Volume 15, Number 2—Spring 2001—Pages 121–144.

La mise en question de l'idéologie actionnariale

Les critiques de l'évolution des modes de gouvernance des grandes entreprises ont été nombreuses au cours des années 2000, notamment à la suite de scandales répétés tels que le scandale ENRON, puis à la suite de la crise de 2008. Si cela a pu mener à des volontés de réformes des modes de gouvernance, cela n'a pratiquement jamais conduit à mettre véritablement en question la vision actionnariale. La tendance dominante étant plutôt de prôner un renforcement du pouvoir de contrôle des actionnaires.

Et pourtant il apparaît aujourd'hui utile, sinon nécessaire de s'interroger sur les fondements mêmes de l'idéologie de la valeur actionnariale, comme le font un certain nombre d'écrits récents⁷. Il y a essentiellement deux types de justification du primat de l'actionnaire. Une justification de nature juridique, et une justification économique.

La première est apparemment très simple : les actionnaires sont les propriétaires de l'entreprise, ils ne font que déléguer aux managers les tâches de gestion, ces derniers ont donc pour obligation de servir les intérêts des actionnaires et n'ont de comptes à rendre qu'à ceux-ci. Le problème est que dans ce que sont devenus depuis maintenant près d'un siècle les grandes sociétés par actions cette vision a perdu toute signification. Les actionnaires n'ont ni le pouvoir de vendre l'entreprise, ni un droit d'intervention directe dans la conduite de l'entreprise, ni le droit de fixer les revenus de leurs actions. Ainsi, les actionnaires ne peuvent pas être considérés comme propriétaires de l'entreprise (comme le reconnaissent d'ailleurs explicitement certains des tenants de la théorie de l'agence ou de la théorie du droit de propriété), ils ne sont pas plus propriétaires des actifs de l'entreprise (qui sont détenus par l'entreprise elle-même), ils sont simplement propriétaires d'un titre, et des droits qui y sont rattachés (droit au dividende, droit de vote à l'assemblée générale des actionnaires)⁸. Pour savoir dans quelle mesure le droit des sociétés reconnaît ou non un devoir des managers d'être au service des actionnaires il faut considérer de manière plus précise les évolutions juridiques. Disons simplement ici que, dans le cas des États-Unis (et la plupart des pays anglosaxons) il a été soutenu de manière très convaincante que le droit des sociétés justifie le primat du dirigeant (« *director primacy* ») plutôt que le primat de l'actionnaire⁹, et prescrit que les managers doivent agir dans l'intérêt de l'entreprise.

Mais c'est l'argumentation économique qui constitue aujourd'hui la justification essentielle du principe de maximisation de la valeur actionnariale. Fondée sur la conception contractuelle de la firme, et plus particulièrement sur la théorie de l'agence, elle affirme, en bref, que le mode d'organisation dans lequel les managers sont considérés comme les agents des actionnaires et où sont mises en place des systèmes d'incitation qui alignent les intérêts des managers et des actionnaires conduisent à l'efficacité économique la plus grande. Le problème est qu'il n'existe, à notre sens, aucune démonstration rigoureuse de cette proposition. Notons en particulier qu'elle suppose d'une part que la maximisation de la valeur pour l'actionnaire, entraîne la maximisation de la valeur totale créée par l'entreprise, et d'autre part que les marchés financiers fournissent la « vraie valeur » des titres, et donc une bonne mesure de la valeur créée pour l'actionnaire. Ce qui implique l'efficacité des marchés financiers. Disons simplement ici que ces thèses sont d'une extraordinaire fragilité, pour ne pas dire plus¹⁰. Toute l'analyse repose en particulier sur un postulat posé dès le départ, à savoir que ce qui importe est l'organisation des relations entre les dirigeants de l'entreprise et les actionnaires, dans l'ignorance des autres parties prenantes. Même en s'en tenant à une théorisation de la firme comme « nœud de contrats », le point de vue le plus cohérent consisterait pourtant à considérer que les managers sont les agents non pas des seuls actionnaires mais des différentes parties prenantes, que leur fonction est d'assurer la coordination des différents apporteurs de ressources (ce qui inclut bien évidemment en tout premier lieu les salariés) et la répartition entre eux de la valeur créée par l'entreprise. Cela implique de repenser totalement les principes de gouvernement d'entreprise.

Au-delà de la valeur actionnariale : quelles perspectives ?

Les critiques de la doctrine de la valeur actionnariale débouchent sur des propositions qui peuvent aller plus ou moins loin dans la rupture avec la conception actionnariale de la gouvernance. On peut identifier trois grands axes de réflexion.

Les propositions les moins radicales rejettent le principe de maximisation de la valeur actionnariale, et surtout de la valeur actionnariale à court terme, sans véritablement remettre en question le primat de l'actionnaire. Les managers auraient bien le devoir de défendre les intérêts des ac-

⁷ Ceux-ci sont extrêmement nombreux, on citera ici un ouvrage récent de Lyn Stout, qui offre une synthèse très complète et très argumentée de l'ensemble des critiques qui peuvent être faites à la vision actionnariale « conventionnelle ». L. Stout, *The Shareholder Value Myth*, Berrett-Koehler, San Francisco, 2012. Voir aussi M. M. Blair « In the Best Interest of the Corporation : Directors' Duties in the Wake of the Global Crisis », in T. Clark et D. Branson, *The SAGE Handbook of Corporate Governance*, SAGE, 2012.

⁸ Voir par exemple : Robé, J.-P., « The Legal Structure of the Firm », *Accounting, Economics, and Law*: Vol. 1: Iss. 1, Article 5, 2011. Available at: <http://dx.doi.org/10.2202/2152-2820.1001>

⁹ Voir notamment : Blair, M. M. et L. Stout, « A Team Production Theory of Corporate Law », *Virginia Law Review*, vol. 85, 1999. Ou encore : Bainbridge, S. M., « Director Primacy : The Means and Ends of Corporate Governance », *UCLA School of Law Research Paper* N° 02-06, 2002.

¹⁰ Pour une critique voir par exemple, M. Blair (op. cit.) et, O. Weinstein, « Firm, Property and Governance: From Berle and Means to the Agency Theory, and Beyond », *Accounting, Economics, and Law*. Volume 2, Issue 2, ISSN (Online) 2152-2820, Juin 2012. DOI: 10.1515/2152-2820.1061

¹¹ C'est, à ce qui nous semble, le point de vue défendu par Lyn Stout (op. cit.). Une vision de ce type est parfois qualifiée de conception actionnariale « éclairée » (*enlightened shareholder conception*), expression utilisée pour caractériser la réforme des principes de gouvernance d'entreprise réalisée au Royaume-Uni par le *Companies Act* de 2006.

¹² C'est le cas de Michel Aglietta. Voir : M. Aglietta et S. Rigot, *Crise et rénovation de la finance*, Odile Jacob, 2009.

¹³ R. G. Rajan et L. Zingales, « The Governance of the New Enterprise », in *Corporate Governance, Theoretical & Empirical Perspectives*, X. Vives ed., Cambridge University Press, 2000. On peut se demander si cela ne revient pas à revenir à une vision proche de la conception managériale des décennies d'après-guerre.

¹⁴ Segrestin et A. Hatchuel, *Refonder l'entreprise*, Seuil et La république des idées, 2012.

tionnaires mais en considérant les intérêts à *long terme*, et en prenant en considération les intérêts de différentes catégories d'actionnaires¹¹. Dans cette perspective, l'intérêt de l'entreprise et l'intérêt des actionnaires seraient identiques (en supposant que la maximisation à long terme de la valeur de l'entreprise et de la valeur actionnariale soient équivalents, ce qui semble une hypothèse aventureuse). De plus, certains nous expliquent que dans ces conditions, les dirigeants devraient être amenés à prendre en considération les intérêts de différentes parties prenantes, ou encore les aspects de responsabilité sociale de l'entreprise, mais cela dans la mesure où c'est de l'intérêt bien compris de l'entreprise et des actionnaires. Dans une perspective qui nous paraît proche, certains pensent que c'est en prenant appui sur des investisseurs de long terme qu'il sera possible de contrecarrer les effets négatifs du principe de la valeur actionnariale¹².

Une véritable remise en cause de la vision actionnariale implique d'aller beaucoup plus loin, en allant dans la direction d'une conception partenariale de l'entreprise. Cela soulève des questions nombreuses. Une question essentielle est celle de la place donnée aux salariés. Elle réapparaît aujourd'hui principalement en relation avec les thèmes de l'économie de la connaissance, qui conduisent à mettre en avant l'importance croissante du « capital humain » pour l'entreprise. C'est ainsi que Rajan et Zingales considèrent que cela conduit à changer « la

nature de la Corporation » et à reconsidérer nos idées sur la gouvernance d'entreprise. La fonction principale des conseils d'administration devenant la protection de « l'intégrité de l'entreprise » et la motivation des employés¹³. Il reste alors à se demander dans quel sens pourrait être transformée la gouvernance d'entreprise. Il est possible d'aller dans des directions très différentes : soit des mesures visant les salariés à haute qualification, tels que des stock-options (ce que proposent Rajan et Zingales), soit une modification de la composition et des pouvoirs des organes de direction (conseil d'administration ou conseil de surveillance), accompagnée d'une réduction des pouvoirs d'intervention des actionnaires ; soit des changements plus radicaux dans la forme juridique même de l'entreprise, dans le sens de structures partenariales.

Ce qui amène à la proposition la plus radicale : remettre en question le primat de la société anonyme comme forme principale d'organisation industrielle. C'est ce que proposent notamment Segrestin et Hatchuel¹⁴, pour qui il faut « refonder l'entreprise », et sa structure légale, en la pensant comme un système de création collective. Dans cette perspective, il importe de revenir à une réflexion globale sur les diverses formes sociales possibles d'organisation de la production. Cela ne peut pas se faire sans reconsidérer parallèlement le système financier, et les relations entre finance et industrie.

Séminaires & Colloques

17-18 oct. 2013 - Université Lumière Lyon 2 – Salle des Colloques : Deuxième colloque sur « les relations entre la finance et l'industrie » (Co-Organisé par le CEPN) - (<http://finance-indus.sciencesconf.org/>)

17 oct. 2013 – 14:00-17:00 – MSH Paris Nord - Séminaire CEPN : « Sur la diffusion de l'ère des lumières : deux exemples historiques et quelques considérations sur le monde contemporain » (discussion introduite par Pascal Petit, CNRS & CEPN)
 - DOMINIQUE TADDEI (Ex. U-Paris 13) - *"La pensée politique des révolutionnaires corses (1729-69)"*.
 - MOTOICHI TERADA (Nagoya City University) *"Diderot et la critique du colonialisme européen dans l'Histoire des deux Indes de l'Abbé Raynal. Quels enseignements pour l'avènement d'un développement durable à l'époque contemporaine"*.

18 oct. 2013 – 14:00-17:00 – Maison des Sciences Économiques (106-112 boulevard de L'Hôpital, Paris) - Séminaire d'économie politique de la santé (SEPOSA, co-organisé par le groupe STRAS du CEPN) : AMANDINE RAULY (Regards, Université de Reims Champagne-Ardenne) – *"Formes institutionnelles et progrès technique : une application à la télémédecine"*.

7-9 nov. 2013 – Campus de Bobigny (IUT) : 25^{ème} COLLOQUE ANNUEL DE L'EAEPE :

"Beyond Deindustrialisation: The Future of Industries".

Organisation Locale : NATHALIE COUTINET (CEPN) & PHILIPPE ABECASSIS (CEPN) - (www.eaepeparis2013.com)

21 nov. 2013 – 12:45-14:00 – Campus de Villetaneuse - K301 - Lunch Séminaire du CEPN : LÉONARD MOULIN (CEPN) – "*Régime par répartition dans l'enseignement supérieur: fondements théoriques et estimations empirique*".

13 déc. 2013 – 14:00-17:00 – Maison des Sciences Économiques (106-112 boulevard de L'Hôpital, Paris) - Séminaire d'économie politique de la santé (SEPOSA, co-organisé par le groupe STRAS du CEPN) : Bernard FRIOT (IES) – "*Financer la couverture santé par une hausse de la cotisation ou par un mixte CSG/régime complémentaire professionnel ?*".

Communications des membres du CEPN

- 24-25 oct. 2013 - Workshop "Digital Piracy: Understanding and assessing policy and business response", Université de Rennes 1 : Intervention de FRANÇOIS MOREAU - "*Information asymmetry and contracts in the recording music industry*".
- 7 nov. 2013 - Séminaire "Statistique pour sciences sociales et démographie", Université de Genève : Intervention de LÉONARD MOULIN "*Frais d'inscription, ségrégation et inertie dans les parcours étudiants : le cas de l'université Paris 9 Dauphine*" (co-écrit avec David Flacher et Hugo Harari-Kermadec).
- 23-25 nov. 2013 - 2013 Southern Economic Association Conference, Tampa (Floride, USA) : Intervention de FRANÇOIS MOREAU - "*Digitization, Information Asymmetry and Contracts in the Recorded Music Industry*".
- 29 nov. 2013 - Conférence au centre Chine –Europe, Université polytechnique de Hong Kong : Intervention de PASCAL PETIT " *The Future of the European Social Project in the Context of the Current European Crisis* ".

Nouveaux Working Papers du CEPN

- N° 2013-01 – "Une modélisation non linéaire du salaire réel", A. Lopez-Villavicencio, S. Saglio
- N° 2013-02 – "From Welfare to Preferences, do Decision Flaws Matter? The Case of Tuition Fees", G. Lecouteux, L. Moulin