

Colloque « De l'autorité », Collège de France

## « La suprématie des actionnaires en question(s) »

Roger Guesnerie  
Collège de France et Ecole d'économie de Paris

Octobre 2007

### Introduction

En écho à l'hésitation du titre sur les de question(s), le texte aura deux versants et traitera successivement de la suprématie des actionnaires en questions, puis de la suprématie des actionnaires en question.

La première partie du texte, la suprématie des actionnaires en questions, reviendra sur l'origine historique et sur les formes contemporaines du pouvoir des actionnaires. La seconde partie, la suprématie des actionnaires en question, mettra l'accent sur les interrogations et les critiques que suscite la forme moderne du contrôle de l'entreprise par ses actionnaires.

### I - La suprématie des actionnaires en questions :

#### *a) D'où vient la suprématie des actionnaires ?*

#### - Un dispositif issu de l'histoire

La scène se passe à Londres mais l'on aurait pu sans doute la situer à Gênes ou à Venise, éventuellement quelques siècles plus tôt. Mais c'est plutôt à Londres qu'émergeront les innovations institutionnelles qui vont façonner la forme moderne de l'entreprise capitaliste, la société par actions.

Nous sommes sur les bords de la Tamise en l'an 1690<sup>1</sup>. Autour de bouteilles de bière, au fond d'une taverne, les arrivants perçoivent les bribes de conversations animées. On parle d'armement de navires et d'expédition aux Indes. Le café s'appelle le Lloyds Coffee House et le propriétaire Edward Llyod donnera son nom à une célèbre compagnie d'assurance. J'y reviens dans un moment

La discussion sur les expéditions et leurs financements n'était pas purement mondaine. En inscrivant leur nom en dessous du nom d'un bateau, au tableau noir ou sur une feuille de papier, (« underwriting » au sens strict), de (riches) particuliers engageaient des fonds dans l'expédition en discussion

La scène nous amène aux sources du capitalisme moderne, même s'il serait quelque très audacieux et tout à fait inexact de voir dans l'assemblée des souscripteurs une préfiguration d'un conseil d'administration. Les souscripteurs, plutôt des assureurs, étaient le plus souvent distincts des propriétaires des actifs matériels et immatériels de l'entreprise, ici le bateau qui était armé.

---

<sup>1</sup> Voir l'ouvrage remarquablement alerte de Peter L. Bernstein (1996) « Against the Gods », John Wiley and Sons, Inc. (traduction française, « Plus forts que les Dieux » Flammarion,)

C'est en 1771, à peu près un siècle plus tard, que 79 riches souscripteurs, les « Names » comme on les appela, lointains successeurs de ceux qui se retrouvaient au Lloyd's Coffee House, formèrent la Société Lloyd. La société était organisée autour d'un code de conduite et ses membres engageaient toutes leurs possessions en garantie des contrats d'assurances souscrits avec eux. A nouveau, nous sommes dans le registre de l'assurance et non celui de l'investissement, mais le partenariat organisé que met en place la Lloyd est un des ingrédients de la société par actions. L'avènement de la formule passe par deux novations majeures.

La première est une novation juridique qui affecte le dispositif de l'ingénierie financière qui avait initialement assuré le financement et l'assurance des expéditions. Pour pallier aux immobilisations de fonds sur des périodes qui peuvent être longues et dont l'échéance est souvent aléatoire, les financeurs ou assureurs, voulant échanger leur parts dans l'expédition avant son achèvement, lorsque le besoin s'en fait sentir, pourront le faire dans un cadre codifié. Naît donc un marché des parts dont l'avatar moderne est le *marché boursier*.

Deuxième innovation, qui renoue avec la pratique du Lloyd Coffee House mais qui s'inscrit en rupture avec les règles fondatrices de la société Lloyd, les financeurs ne peuvent être responsables qu'à la hauteur de leur mise de fonds. Ils n'ont qu'une *responsabilité limitée*. Les sociétés modernes par actions sont de même à responsabilité limitée. En cas de faillite, les créances de l'entreprise sont remboursées selon un ordre de priorité régi par des dispositions juridiques strictes. L'actionnaire ne vient qu'en dernier sur la liste, il est comme on dit, « créancier résiduel », mais, on l'a dit, il ne peut perdre plus que sa mise.....

Voici donc un tableau rapidement brossé de la situation de l'actionnaire : propriétaire et créancier résiduel, il dispose d'un titre de propriété négociable, l'action, qui peut être en principe cédée à la Bourse. Quelques touches supplémentaires sont nécessaires pour compléter le tableau.

En premier lieu, le droit sur les profits résiduels, qu'un propriétaire pouvait exercer le plus simplement du monde à la fin d'une expédition – vente de la cargaison et partage des recettes selon des clés antérieurement fixées - prend aujourd'hui des formes beaucoup plus subtiles : une part des profits sert à attribuer des dividendes, l'autre va à l'autofinancement... Le partage repose sur des considérations complexes qui renvoient au fonctionnement du marché boursier, mais aussi à celui des autres marchés financiers, à la fiscalité etc....

En second lieu, si l'action est comme on dit un actif « liquide », en principe immédiatement négociable, la possibilité de la vendre rapidement, justement ce que l'on appelle sa liquidité, dépend de la « profondeur du marché ». Aussi, sa valeur est fluctuante mais, responsabilité limitée oblige, ne devient jamais négative.

Last but not least, l'entreprise peut changer de mains, aux travers d'une Offre Publique d'Achat (OPA), un dispositif sur lequel on reviendra brièvement.

### *b) Comment s'exerce l'autorité des actionnaires ?*

- Un exercice difficile...

Après avoir brossé le cadre dans lequel elle s'exerce, nous pouvons en venir à la forme que prend l'autorité ou la suprématie de l'actionnaire, notre sujet de ce jour. Les actionnaires propriétaires de l'entreprise, ont en principe autorité sur sa gestion. Cette autorité de principe s'exerce selon des modalités variables mais dans un dispositif qui a trois points d'appui. A une extrémité du dispositif se tient l'assemblée des actionnaires où en principe chacun a un poids proportionnel au nombre d'actions qu'il détient. A une autre l'extrémité, le ou les dirigeants ou managers, souvent des salariés de l'entreprise, ont la responsabilité de la

gestion. Entre les deux, un Conseil d'Administration émanant de l'assemblée des actionnaires, ne gère pas directement l'entreprise mais nomme et révoque les dirigeants.

L'autorité formelle est bien détenue par les actionnaires, mais une première question apparaît celle du passage de l'autorité formelle à l'autorité réelle. *L'actionnaire créancier résiduel, n'aurait-il qu'un droit de contrôle résiduel ?*

L'autorité des actionnaires est une autorité exercée par l'ensemble des actionnaires et sa première limite tient à justement à son caractère collectif. Le pouvoir d'un actionnaire est limité par celui des autres actionnaires effectifs, mais aussi par les actionnaires potentiels susceptibles de lancer une Offre Publique d'Achat (OPA). Partisans et adversaires du capitalisme se sont autrefois opposés sur les vertus de cette procédure d'OPA, les uns pour s'en féliciter, les autres pour regretter que l'entreprise soit une marchandise, mais tous s'accordaient à en reconnaître l'importance. Le pouvoir collectif des actionnaires s'exerce donc sous la menace d'une OPA. Et qui dit pouvoir collectif dit conflits possibles. Quels sont les conflits possibles entre actionnaires ?

Il y a en fait deux dimensions de conflit entre les actionnaires, le conflit sur les objectifs, et, en cas d'accord sur les objectifs, le conflit sur les moyens de les atteindre. Il est important de faire la distinction même si les deux aspects du conflit sont souvent intimement liés dans les faits.

Les actionnaires devraient-ils être d'accord entre eux sur les objectifs de l'entreprise ? Revenons aux expéditions maritimes vers les Indes. Lorsqu'une expédition aux Indes arrivait au port, les co-propriétaires, créanciers résiduels comme les actionnaires d'aujourd'hui, avaient à partager les profits issus des ventes de la cargaison. L'objectif consistant à « maximiser » la valeur de la cargaison devait donc, ex-ante, faire l'unanimité. Mais une valeur de liquidation plus haute de la cargaison a pu signifier plus de risques, un voyage plus long... En fait dès lors que la valeur marchande du projet n'agrège pas convenablement toutes les dimensions de la décision, la marchandisation de l'objectif ne permet de créer du consensus que dans ces cas limités. Qui plus est, la réconciliation des différences d'intérêts, comme ceux associés aux risques et à la longueur du voyage, ne peut se faire, pour des raisons d'asymétrie d'information, que rarement de façon efficace. Il y a une première source de conflit potentiel entre les actionnaires,

Il y a une autre source de désaccords possibles entre les co-propriétaires du bateau de notre expédition, les désaccords sur les moyens de parvenir à un objectif donné. Mais sur ce point le bateau en mer, les décisions seront prises par un capitaine, seul maître à bord et à ce moment difficilement révocable. Les désaccords éventuels sur les moyens se concentreront donc le cas échéant en grande partie sur le choix du capitaine.

La situation n'a pas fondamentalement changé aujourd'hui. J'ai analysé le conflit d'objectifs de mon exemple dans les termes de la théorie moderne. Cette théorie, à laquelle fait écho le théorème de Modigliani-Miller,<sup>2</sup> dit que si les marchés étaient au sens technique et très exigeant du terme, « complets », tous les actionnaires devraient s'accorder sur un objectif, la maximisation de *la valeur boursière de l'entreprise*. Mais, dans les faits, les marchés ne sont pas complets<sup>3</sup>. L'incomplétude au sens de la théorie moderne, sape généralement les bases de l'unanimité des actionnaires, pour des raisons de l'ordre de celles qui ont été exposées dans le cadre de l'expédition aux Indes évoquée précédemment ... Relève de ce registre savant de

---

<sup>2</sup> Sur ce sujet, comme sur la plupart de ceux évoqués aujourd'hui, le lecteur familiarisé avec la méthode analytique pourra consulter les diapositives de plusieurs séances de mon cours au Collège de France, (années 2004-2005 et 2005-2006) disponibles sur le site du Collège.

<sup>3</sup> ni, ce qui reviendrait au même, si les anticipations étaient rationnelles, « essentiellement complets »

« l'incomplétude », l'opposition que font les observateurs, le public et les médias, entre actionnaires à la recherche de profits à court terme, ou encore actionnaires nomades et actionnaires engagés sur le long terme dans l'entreprise.

Après le désaccord sur les objectifs, venons-en à la seconde dimension de désaccords potentiels, celui sur les moyens. Comme il a déjà été indiqué, l'utilisation du profit, c'est à dire l'exercice du droit de créance résiduel, prend dans l'entreprise moderne une forme très complexe. La question renvoie non seulement à la politique de dividendes, mais aussi plus généralement à la politique d'investissement de l'entreprise. Dans ce dernier registre, un plein accord sur les objectifs laisse souvent largement ouvert le choix sur les moyens. Dans les faits les débats techniques sur ces questions mêlent souvent inextricablement objectifs et moyens. Le rôle qu'avait le capitaine dans les expéditions vers les Indes est ici tenu, mais de façon considérablement modifiée au fond, par les managers ou dirigeants d'entreprises. On y revient longuement tout à l'heure.

La suprématie des actionnaires s'exerce donc dans un cadre potentiellement conflictuel, étant entendu que la résolution de ces conflits s'opère de manière très différente selon la structure de l'actionnariat. Ainsi, dans nombre de cas, en particulier en Europe, le pouvoir procédera d'un actionnaire dominant, majoritaire, ou d'une coalition stable d'actionnaires détenant ensemble une part majoritaire des actions. Les actionnaires minoritaires et dans les cas évoqués, les plus petits actionnaires n'ont souvent – et ils s'en plaignent – qu'une influence minimale dans la détermination de la politique de l'entreprise.

Venons-en au problème qui était tout à l'heure celui du capitaine. *L'autorité formelle*, celle des actionnaires au travers du Conseil d'Administration qui nomme et révoque les dirigeants, peut elle être opposée à *l'autorité réelle*, qui serait l'apanage des dirigeants ? La limite à la suprématie des actionnaires est là, l'indépendance des dirigeants, qui une fois nommés disposent des pouvoirs de décision et surtout d'une connaissance de mieux en mieux informée de l'entreprise. Les mandants, dans le jargon économique « le principal », ici, les actionnaires et le Conseil d'Administration, peuvent-ils contrôler le mandataire, « l'agent » dans la terminologie économique, ici le dirigeant <sup>4</sup>?

La réponse est à chercher essentiellement dans l'histoire des entreprises, histoire extraordinairement bouillonnante, variable selon les secteurs, les époques et les pays. La question doit être éclairée par la théorie économique, je plaide pour ma chapelle, mais aussi par la connaissance des institutions, le capitalisme rhénan n'est pas le capitalisme anglo-saxon, par la sociologie des organisations, par le Droit ... On ne prétend aucunement traiter le sujet au fond ici, même si on va revenir dans un moment sur la question sensible de la rémunération des dirigeants, vue comme moyen de s'assurer leur docilité et donc outil potentiel de restauration de la suprématie de l'actionnaire.

Voici donc dressé un bref état des lieux. Venons-en à l'évaluation du dispositif contemporain de l'actionnariat.

## - II- La suprématie des actionnaires en question.

Une première question vient immédiatement à l'esprit. La suprématie des actionnaires, telle qu'elle apparaît dans les formes modernes de la société par actions est elle socialement souhaitable ou socialement néfaste et donc amendable ?

---

<sup>4</sup> L'excellent ouvrage synthétique de Jean Tirole (2006), « The Theory of Corporate Finance », Princeton University Press, présente une large série d'applications du modèle contractuel « principal-agent » aux problèmes de finance d'entreprise. (Voir aussi sur le modèle contractuel, Bolton P. et Dewatripont M. (2005), MIT Press.

On considérera le problème, non dans toute son ampleur, comme on l'aurait fait du temps où le système soviétique avait mis en place une organisation économique alternative au marché, mais dans le cadre d'une économie de marché. En d'autres termes, on écartera la question, provisoirement ou définitivement caducque, des alternatives au marché pour concentrer l'attention sur les alternatives à la société par actions dans un système de marché.

Seront examinées successivement d'abord les tentatives opposées pour briser la suprématie des actionnaires ou au contraire la conforter, puis les amendements organisationnels susceptibles d'équilibrer le système actuel.

#### a) *L'autorité des actionnaires opposée à la suprématie des salariés :*

La société par actions, n'a pas de monopole juridique. D'autres formules fondées sur des principes différents, récusant l'autorité formelle des actionnaires, existent. Ainsi les coopératives, ce que l'on appelle les SCOP en France (autrefois Sociétés Coopératives Ouvrières de Production, aujourd'hui, Sociétés COopératives de Production), constituent une forme juridique assurant au collectif des salariés une position majoritaire dans les décisions de l'entreprise. L'entreprise autogérée par ses salariés, où s'exerce leur suprématie juridique et non celle des actionnaires, a donc à la fois une existence historique et juridique. Constitue-t-elle une forme d'organisation plus souhaitable ? Plus généralement, ce que l'on appelle les ayants-droits dans l'entreprise, (stakeholders en anglais, opposés aux shareholders, actionnaires) non seulement les salariés mais aussi les fournisseurs voire les prêteurs, ceux qui sont immédiatement concernés par le destin de l'entreprise ne devraient-ils pas être associés aux décisions ?

Toute réponse doit prendre acte de l'histoire. Disons un mot, en l'occurrence sur l'histoire des entreprises autogérées.

Pourquoi observe-t-on *des capitalistes louant la force des travailleurs, plutôt que des travailleurs louant les services des capitalistes* ? Cette question est au cœur de la réflexion, et par exemple de celle de Jaroslav Vanek<sup>5</sup> qui a été une des principaux théoriciens des économies autogérées. Le verdict semble sans appel, tant le processus de sélection naturelle a conduit à l'hégémonie de la forme capitaliste par rapport à sa version autogérée. Dans le secteur marchand, les coopératives de salariés représentent un faible pourcentage de la production totale, à l'exception de certains secteurs comme celui des services juridiques spécialisés, cabinets d'avocats<sup>6</sup>.

L'hégémonie de la forme capitaliste et dans les grandes entreprises de la forme de sociétés par actions traduit-elle une supériorité économique avérée ou au contraire démontre-t-elle un biais de système et une incapacité à faire émerger des formes plus satisfaisantes ?

L'analyse économique fournit un certain nombre de pistes de réflexion, dont deux parmi d'autres seront mentionnées.

Premièrement, l'autorité formelle des salariés, qui en principe stimule leur motivation, a en fait des effets pour le moins ambigus sur l'efficacité de l'organisation du travail. Celle-ci requiert en effet une délégation d'autorité plus difficile à mettre en œuvre dans une structure autogérée. Pour caricaturer, disons qu'il s'agit pour les travailleurs propriétaires de déléguer à certains d'entre eux, le pouvoir, celui du contremaître par exemple, de contrôler leur activité. Ces formes de subordination croisée posent en théorie, mais aussi en pratique semble-t-il, des problèmes sérieux. Les difficultés du collectif à contrôler en interne l'activité de ses membres

---

<sup>5</sup> Voir « The labor managed economy », Cornell University Press (1977)

<sup>6</sup> Dans le secteur (public), en France, en particulier, des formules d'autogestion prospèrent là où leurs justifications sociales sont problématiques, mais c'est une autre affaire.

sont sans doute exacerbées au delà d'une certaine taille d'organisation. La discipline du travail peut au contraire être facilitée dans les petites organisations, où les formes de la compétence et la coexistence sur le lieu de travail autorisent un contrôle social efficace de la contribution de chacun. Ainsi, dans un cabinet d'avocat spécialisé, la qualité des prestations des partenaires et leur ardeur au travail tend à être « connaissance commune », un fait qui peut expliquer le succès relatif de la formule du partenariat dans ce secteur.

Deuxièmement, la forme capitaliste constitue une réponse historiquement efficace aux problèmes simultanés du financement et de l'assurance. L'aptitude à lever des fonds d'une entreprise autogérée par ses salariés sera d'autant plus entravée que ses investissements seront risqués, les prêteurs voyant dans la structure de gouvernance un risque accru d'aléa moral, cause de surenchérissement du crédit. La capacité de financement des salariés peut être sollicitée, mais contribuer au financement de l'entreprise à laquelle il fournit son travail est pour un salarié une stratégie douteuse. Elle conduit à mettre tous ses oeufs, (le revenu provenant de son salaire et son épargne) dans le même panier, là où le bon sens populaire et la théorie la plus sophistiquée recommandent la diversification des risques<sup>7</sup>.

### *b) La rémunération des dirigeants, outil de restauration de l'autorité des actionnaires ?*

Nous voilà sur le sujet brûlant de la rémunération des dirigeants d'entreprise, soit sous forme de salaire, soit sous forme de stock options. La rémunération constitue t'elle, pour les actionnaires, un moyen de contrôler les dirigeants enclins à l'indépendance ?

Il y a, pour faire bref, trois raisons pour justifier des rémunérations importantes d'un dirigeant d'entreprise.

La première est celle du talent du dirigeant. Juste en exemple, il y a une vingtaine d'années, le salaire du dirigeant d'une grande entreprise française avait été mis sur la sellette. L'excès de rémunération, par rapport à, disons, une rémunération normale à l'époque, était, disons de 300 000 Euros annuels. C'était en fait modeste par rapport à ce que nous avons observé depuis. Comme l'entreprise avait alors plus de 100 000 salariés, un rapide calcul montrait que chaque salarié payait deux trois (euros) pour son Président Directeur Général. J'avais choqué des amis à l'époque, en disant que pour un salarié de cette grande entreprise, payer deux euros pour avoir un dirigeant compétent plutôt qu'un dirigeant médiocre est un investissement extrêmement rentable.

En l'occurrence, il n'est pas sûr que le PDG en question fût un grand manager mais c'est une autre affaire. Mais il faut simplement souligner qu'à notre époque, la rémunération des « *super-stars* », footballeurs ou chanteurs, obéit à une logique propre<sup>8</sup> qui amplifie les différences de talent, et se traduit en différences considérables de rémunérations. Une logique similaire, même si il paraît plus difficile de mesurer le talent d'un manager que celui d'un footballeur, s'applique à la rémunération des dirigeants de grandes entreprises. Et cette logique joue indépendamment de toute velléité de contrôle des actionnaires sur le manager.

L'évaluation de la rareté des talents managériaux est donc un facteur central à la compréhension de leur rémunération. C'est aussi un facteur décisif, si l'on en croit une étude

---

<sup>7</sup> La même remarque s'applique mais de façon plus limitée et toute proportions gardées aux formules d'intéressement au sein de l'entreprise.

<sup>8</sup> Voir S. Rosen (198) « The economics of super-stars »,

récente qui montre, sur des données américaines, que les modifications de cette rareté relative fournissent une bonne explication des évolutions observées.<sup>9</sup>

La deuxième raison pour justifier des rémunérations élevées des dirigeants est que ces rémunérations sont liées à la performance, donc qu'elles incitent le dirigeant à faire « plus d'effort ». Cette justification, accroître l'ardeur au travail, relèverait d'une lecture un peu naïve des modèles théoriques, si on la prenait au sens strict. Plus que d'inciter à travailler plus il s'agit d'indiquer aux dirigeants les directions qu'ils doivent privilégier, et éviter par exemple la tentation de « construction d'empire ». Ainsi, la multiplication des formules de rémunérations basées sur la performance boursière conduit à aligner les objectifs du dirigeant sur ceux de l'actionnaire, à s'assurer leur docilité dirons certains. Pour l'alignement sur les objectifs à court terme, les bonus liés à la valorisation boursière sont l'instrument adéquat. La formule des stock-options renvoie elle aux objectifs de performance boursière à moyen-terme. Ce n'est donc pas l'explosion des rémunérations des managers, mais la forme qu'elles ont prises, qui peut être lue comme une tentative de restauration du pouvoir des actionnaires. A vrai dire, cet alignement des intérêts des managers sur ceux des actionnaires, était clairement revendiqué par les hérauts des formules de rémunérations évoquées.<sup>10</sup>

Cette tentative d'alignement, si tentative il y a eu, a-t-elle réussi ? Pour les hérauts de la suprématie de l'actionnaire, le verre est à moitié vide ou à moitié plein. Les dirigeants sont clairement attentifs aux variations de la valeur boursière, pas seulement ni même peut être essentiellement parce que leurs émoluments en dépendent, mais sans doute largement parce que leur maintien en fonction y est plus indexé qu'autrefois. Mais les champions de la suprématie actionnariale notent parfois avec quelque dépit, que la formule a réussi à enrichir les dirigeants sans trop rogner leur liberté d'action.

Ces remarques générales méritent deux commentaires.

D'abord, comme l'ont remarqué les observateurs les plus attentifs, une rémunération visant l'incitation à l'effort et à la performance devrait procéder à des comparaisons de performances (par exemple, au sein d'un même secteur) et non se fonder sur le niveau absolu de la performance, qui reflète souvent des aléas macroéconomiques. D'un point de vue strictement incitatif, les formes actuelles de rémunération additionnelle des managers sont donc des formules pauvres. Comment expliquer cet état de fait ?

La seconde remarque fait un bref retour sur la possibilité de rémunération incitative de « l'ardeur au travail ». Une version plus subtile, et plus recevable de l'idée, est que la rémunération du dirigeant doit être vue comme la rémunération espérée de ceux qui aspirent à lui succéder. Ces derniers, c'est la logique dite des tournois, s'investissent à la hauteur de la récompense espérée, non pas la rémunération du manager, mais cette rémunération multipliée par la probabilité de l'obtenir, c'est à dire beaucoup moins. La rémunération apparemment excessive du manager ne serait donc qu'un encouragement à l'effort, raisonnable cette fois, pour ceux qui aspirent à lui succéder, . . . .

---

<sup>9</sup> Ainsi, Gabaix-Landier (2006) « Why has CEO pay increased so much ? », à paraître, *The Quarterly Journal of Economics*, expliquent que le talent du manager est d'autant plus profitable pour l'entreprise que sa taille s'accroît. Il en résulte que le mouvement de concentration observé aux Etats-Unis a considérablement accru le consentement à payer (rationnel) pour des dirigeants jugés de haut-potentiel, (même si il a diminué le nombre de postes de premier dirigeant). Ce phénomène expliquerait convenablement les mouvements de rémunérations observés aux USA..

<sup>10</sup> Voir Jensen, M et K. Murphy (1990), « Performance pay and top management incentives », *Journal of Political Economy*, 98, 225-264.

### c) De la représentation des ayants-droits.

La question fait débat et tourne autour du rôle de ce que l'on appelle les ayant-droits dans l'entreprise. Peut-on amender les règles de la société par actions de telle sorte que la formule soit économiquement ou socialement plus satisfaisante ?

La réponse dans son principe, ne peut résulter que d'une analyse des performances et limites du marché. Dans un univers que les économistes appellent de « premier rang », c'est-à-dire quand le marché est parfait du point de vue de l'allocation des ressources et là où les problèmes de redistribution du revenu sont résolus par des transferts forfaitaires sans coût, la maximisation de la valeur de l'entreprise, l'objectif unanime des actionnaires, serait socialement et économiquement optimale. Il s'agit évidemment d'une référence très idéalisée par rapport au marché réel. Mais toute proposition de réforme de cette règle doit s'appuyer, non seulement sur une compréhension de la vie de l'entreprise mais sur une compréhension profonde des performances du marché, si l'on veut des « défaillances de marché », c'est-à-dire de la relation de l'entreprise avec toutes les autres entreprises et les autres acteurs économiques.

La première défaillance du marché à laquelle on peut penser concerne sa tendance à produire de l'inégalité qui est socialement indésirable. Accepter ce constat et en tirer une proposition de réforme de la gouvernance, sont deux choses différentes. Le sentiment qu'un pouvoir accru des salariés conduirait à des mouvements vers une structure de rémunérations plus égalitaires est douteux. Certes, dans les entreprises qui ont un pouvoir de marché, comme l'on dit, il existe une latitude dans la distribution du revenu, latitude qui s'exprime dans le système actuel, puisque ces entreprises sont celles où les syndicats sont les plus actifs et où les rémunérations salariales ont les plus élevées<sup>11</sup>. Mais hors ce cas de pouvoir de marché, la gouvernance est sans doute un levier peu efficace pour agir sur la distribution du revenu. Là comme ailleurs, le marché domine l'entreprise. Ce point est illustré, si besoin était par la théorie analytique de l'auto-gestion<sup>12</sup>. L'autogestion généralisée, dans un système de marché mais avec des entreprises sans pouvoir de marché ne conduirait pas en principe à des allocations de ressources très différentes de celles de l'économie capitaliste correspondante<sup>13</sup>,

Ces remarques négatives sur l'effet de la gouvernance sur la distribution des revenus n'épuisent pas le problème. Mais il faut chercher dans d'autres directions des améliorations envisageables de la gouvernance.

En fait, la formule de la société par actions n'est pas inscrite dans le marbre. Par exemple, récemment, des innovations significatives ont été introduites pour rendre plus efficaces les entreprises fortement innovatrices, les start-up : introduction d'actions avec dividende prioritaire, sans droit de contrôle, mais encore transformable en actions standard<sup>14</sup>..... Loin d'être figée, la formule est au contraire potentiellement malléable

Prenant acte de cette flexibilité, présentons donc pour terminer un argumentaire, choisis parmi d'autres possibles, pour une *représentation des ayants droits*, en l'occurrence les salariés, fondée, sur la capacité de la formule de gouvernance « améliorée » à corriger un défaut du marché...

---

<sup>11</sup> Voir D. Spector (2004), « Competition and the Capital-Labor conflict », *European Economic Review*, 48, 25-38.

<sup>12</sup> Voir J Drèze (1989), « Labour management, contracts and capital markets », Basil Blackwell, Oxford and New York.

<sup>13</sup> Elle aurait des propriétés conjoncturelles - mais nous ne disposons d'aucune expérience grandeur nature la dessus - très différentes et peut-être assez peu souhaitable. Dans un autre ordre d'idée, le monopole public autogéré est malaisément contrôlable (voir Guesnerie R. et Laffont J.J, *Journal of Public Economics*(1984)).

<sup>14</sup> Voir D. Thesmar, notes de cours ENSAE....



L'argumentaire tourne autour de la question des investissements spécifiques. On appelle investissement spécifique dans le cadre d'une entreprise, un effort pour acquérir une compétence qui sert l'entreprise, mais qui, comme son nom le suggère, étant spécifiquement adaptée à l'entreprise, n'a pas de valeur sur le marché. Intuitivement, l'investisseur, ici le salarié court le risque d'être exproprié. C'est le phénomène du « hold up » qui apparaît dans des contextes économiques variés<sup>15</sup>. Les investissements spécifiques évoqués sont utiles à l'entreprise qui a intérêt à les protéger et à leur garantir une rémunération. Mais ils sont mal protégés par des contrats individuels entre le salarié et l'entreprise mais le sont en fait par des contrats implicites au, contrats, c'est là que le bât blesse, que des actionnaires « court-termiste » ont intérêt à remettre en cause<sup>16</sup>. Tout laisse à penser que la présence des ayants droits dans la décision, c'est-à-dire l'attribution d'une part du pouvoir aux salariés dans les entreprises sensibles aux investissements spécifiques, serait ici bénéfique. Et il y a bien d'autres exemples.

## Conclusion.

Il faut conclure. Je le ferai en suggérant d'autres pistes sur le dernier sujet de réflexion. Il faut bien comprendre que l'argumentaire qui vient d'être développé sur la rémunération des ayants-droits s'appuie sur *l'existence simultanée de deux défaillances de marché*. La première est l'impossibilité de vérification, pour leur inscription contractuelle des investissements spécifiques, l'autre est l'incapacité du marché boursier, dans certains cas avérés dans d'autres probables, à faire émerger la valeur fondamentale, c.a.d à intégrer dans la valeur de l'entreprise la valeur associée à la qualité de ses contrats implicites internes.

Cette seconde raison, les défaillances du marché boursier, justifierait largement, à mon sens, mais je suis vraisemblablement minoritaire dans la profession, une attribution inégale du pouvoir entre ceux qui renonçant à une liquidité de leur titre s'engagent à long terme dans l'entreprise et les autres, peu ou prou nomades et court-termiste. Mais il s'agit d'une proposition qui réclame beaucoup plus de préparation et d'explications.

La vulgate libérale qui a remplacé un marxisme sommaire comme fournisseur du prêt à penser la rejettera d'un revers de main, en sollicitant fort indument à mon avis la théorie économique. L'immobilisme, ici comme ailleurs, satisfait à la fois les tenants du libéralisme pur et ses opposants les plus vifs, les seconds étant de fait complices des premiers

Pourtant, notre capacité collective à gérer le marché mondial s'appuie sur notre capacité à le comprendre, faute de quoi on ne peut ni l'amender ni le réformer.. Penser la suprématie de l'actionnaire à l'aune de celle souhaitable de l'intérêt général reste un sujet de réflexion loin d'être épuisé.

---

<sup>15</sup> Voir O. Williamson "Credible commitments using hostages to support exchange" *American Economic Review*, 1983, 73, 4, 519-540.

<sup>16</sup> Voir Zingales L. (2000) « In search of new foundations », *The Journal of Finance*, 55,4, 1623-1652.