

Création de valeur et gouvernance de l'entreprise

Les exigences de l'actionnaire s'opposent-elles à l'intérêt « social » ?

Grégory Denglos

DANS **LA REVUE DES SCIENCES DE GESTION** 2007/2 n°224-225 , PAGES 103 À 112
ÉDITIONS **DIRECTION ET GESTION**

ISSN 1160-7742

ISBN 9782916490083

DOI 10.3917/rsg.224.0103

Date de mise en ligne : 01/05/2011

Article disponible en ligne à l'adresse

<https://shs.cairn.info/revue-des-sciences-de-gestion-2007-2-page-103?lang=fr>



Découvrir le sommaire de ce numéro, suivre la revue par email, s'abonner...
Scannez ce QR Code pour accéder à la page de ce numéro sur Cairn.info.



Distribution électronique Cairn.info pour Direction et Gestion.

Vous avez l'autorisation de reproduire cet article dans les limites des conditions d'utilisation de Cairn.info ou, le cas échéant, des conditions générales de la licence souscrite par votre établissement. Détails et conditions sur cairn.info/copyright.

Sauf dispositions légales contraires, les usages numériques à des fins pédagogiques des présentes ressources sont soumises à l'autorisation de l'Éditeur ou, le cas échéant, de l'organisme de gestion collective habilité à cet effet. Il en est ainsi notamment en France avec le CFC qui est l'organisme agréé en la matière.

Création de valeur et gouvernance de l'entreprise : les exigences de l'actionnaire s'opposent-elles à l'intérêt « social » ?

par Grégory Denglos



Grégory DENGLOS
Maître de Conférences,
Laboratoire du GERME,
ESA, Université du Droit et de la Santé
Lille (France)

Dans un article de la Revue Française de Gestion, Albouy (1993, p. 29) notait : « Rares sont les ouvrages de management qui s'intéressent au rôle des actionnaires et à celui du conseil d'administration dans le fonctionnement des entreprises. La plupart du temps, le discours sur la gestion s'adresse aux cadres et aux dirigeants en ignorant, dans le meilleur des cas, les actionnaires. L'entreprise est alors essentiellement réduite à son personnel (qu'il faut motiver), à ses fournisseurs (avec lesquels il faut avoir de bonnes relations) et enfin à ses clients (qu'il faut naturellement trouver et satisfaire). Dans le pire des cas, les actionnaires sont considérés comme des individus égoïstes, extérieurs à l'entreprise, incapables de comprendre ses difficultés et ne voyant pas plus loin que le prochain bénéficiaire comptable ».

L'actionnaire n'intervient qu'à de rares occasions dans l'élaboration des stratégies : le conseil d'administration acte les opérations mettant en jeu d'autres sociétés – prise de participation, acquisition, fusion, alliance – ainsi que la politique financière – augmentation de capital, versement de dividendes, rachat d'actions – sans participer à la fixation des objectifs ou à l'élaboration des choix d'investissements. Pour cette raison, « [dans le champ stratégique], l'actionnaire [...] est souvent présent mais rarement désigné, toujours contraignant mais de façon implicite, vu comme apporteur de ressources financières et demandeur de dividendes, presque jamais comme stratège » (Martinet, 2002, p. 61).

Accompagnant les écrits sur le gouvernement d'entreprise, de nouvelles réflexions se sont forgées progressivement autour des intérêts que doit servir la grande entreprise, la place et le rôle de l'actionnaire, ainsi que sur les instruments de mesure de performance jugés légitimes. Alors que ces préoccupations sont déjà anciennes dans les pays anglo-saxons, elles font l'objet d'un intérêt croissant en Europe continentale avec le déclin de l'actionnariat public au profit des fonds privés d'investissement.

généreuses contributions aux œuvres sociales et la réduction du chômage... L'ensemble de ces *desiderata* est-il au fond réellement incompatible avec les attentes des actionnaires, qui souhaitent l'augmentation des dividendes et du cours des titres ?

Dans un article consacré à la valeur partenariale, Charreaux et Desbrières (1998, p. 59) écrivaient :

« L'analyse du processus de création de valeur, en liaison avec le système de [gouvernance], ne se limite pas à la seule relation avec les actionnaires et à l'étude de l'influence du contrôle exercé par ces derniers sur les dirigeants. Cet aspect, souvent mis au centre tant de la littérature sur la création de valeur que de celle sur le gouvernement d'entreprise, nous semble [...] revêtir une importance excessive due à la prédominance du modèle anglo-saxon et à un parti pris idéologique évident [...]. Il conduit également à une appréhension biaisée du fonctionnement des firmes et de la création de valeur dans les modèles européens ou japonais, fondés sur une approche pluraliste [...] qui s'oppose à celle moniste de type anglo-saxon, où seuls les intérêts des actionnaires sont pris en considération ».

L'importance attribuée à la relation actionnaires/dirigeants pourra paraître exagérée pour au moins deux raisons. Le financement par augmentation de capital joue un rôle moins prépondérant dans l'économie que l'endettement bancaire – l'émission nette de fonds propres finance en moyenne moins de 10 % de l'investissement des sociétés (Charreaux et Desbrières, 1998) –, sans doute faut-il voir dans ce chiffre le désir des directeurs généraux de conserver le contrôle sur la gestion de l'entreprise en s'opposant à une expansion des fonds propres. Si en tant que propriétaires, le souci des actionnaires d'obtenir une rémunération de leurs capitaux en rapport avec le risque qu'ils prennent est légitime, d'autres partenaires sont également à l'origine de la création de valeur en assumant une partie du risque résiduel que l'actionnaire ne subit pas grâce à la diversification de son portefeuille. Les directeurs généraux pourront préférer fidéliser les clients par un prix intéressant, garantir la régularité des approvisionnements par une politique de prix favorable aux fournisseurs, s'attacher le service du personnel par une politique salariale généreuse, plutôt que de verser des dividendes aux actionnaires, qui ne sont pas directement à l'origine de la création de valeur – le capital financier n'apportant pas de compétence-clé ; les dirigeants, les salariés, pouvant prendre part au capital –.

La maximisation de la valeur actionnariale comme objectif éventuellement unique de la firme, qui s'impose aux autres parties prenantes, fait l'objet de sévères critiques. L'investisseur n'est exposé qu'au risque de marché, non diversifiable, qui résulte de la conjonction d'un grand nombre de facteurs macro-économiques aléatoires (Lintner, 1965). Or, les directeurs généraux n'exercent aucune influence sur la composante conjoncturelle du risque, et sont quant à eux, au même titre que leurs partenaires, exposés à la variance totale des rendements qu'ils ne peuvent éliminer d'aucune façon. Même si de récents travaux sont venus démontrer que des coûts de transaction limitent l'annulation du risque spécifique par diversification des

portefeuilles, et qu'en conséquence les investisseurs seraient prêts à sacrifier une partie de leurs gains contre une réduction de cette nature de risque (Goyal et Santa-Clara, 2003), si d'autres recherches ont suggéré l'interaction des deux composantes du risque théoriquement indépendantes (Chatterjee, Lubatkin et Schulze, 1999), la thèse classique reste la plus robuste à ce jour. En dehors des conditions économiques dans lesquelles les entreprises évoluent (prix à la consommation, taux d'intérêt...) ¹, d'autres éléments conjoncturels (grèves des salariés) ou structurels (l'arrivée d'un produit concurrent sur le marché) n'influent pas sur le rendement d'un portefeuille diversifié de valeurs. Car ils concernent le risque spécifique, ils affectent néanmoins les rentabilités comptables et leur variance (Van Horne, 1980 ; Porter, 1980).

Les points de friction fondamentaux entre actionnaires et dirigeants résident dans le niveau de risque et l'horizon pris en compte dans les décisions. De nombreux travaux ont mis en évidence les tensions naturelles qui existent entre le dirigeant et l'actionnaire. Le directeur général préfère un flux de revenus personnels stable à un flux de revenus très volatil. Cet arbitrage le conduit à préférer des décisions qui stabilisent les profits, même si le profit espéré diminue. En revanche, l'actionnaire est plus concerné par le niveau moyen du profit, qu'il souhaite le plus élevé possible, que par la volatilité qu'il peut réduire par la diversification de ses placements. La gestion par la valeur actionnariale encouragerait donc les dirigeants à une prise de risque excessive et préjudiciable aux intérêts des autres partenaires de l'entreprise.

Pour Jones (1995, p. 414), un management de type « *stakeholder* » est plus efficient qu'un management de type « *shareholder* », parce qu'il permet d'atteindre la « solution coopérative », qui est la solution optimale, dans un « dilemme du prisonnier ». Devant le risque que représentent des relations hostiles, une solution logique pour les partenaires d'une chaîne de valeur consiste à s'entendre afin de préserver les intérêts de chacun et éviter ainsi le risque de frictions préjudiciables à l'ensemble des membres. En renforçant la confiance, un management type « *stakeholder* » réduit les coûts d'agence et de transaction, supprime les situations de « *free rider* » (passager clandestin), et améliore les performances économiques des groupes qui le mettent en œuvre, grâce à l'avantage concurrentiel qui en résulte (Jones, 1995, p. 421-422).

La conception partenariale est loin de faire l'unanimité cependant. En ne fournissant aucune règle d'arbitrage entre les différentes alternatives qui s'offrent au directeur général, la « *stakeholder theory* » manque de portée opérationnelle et n'offre,

1. Une baisse générale des prix à la consommation ou des taux d'intérêt est normalement favorable aux mouvements haussiers, car la consommation et l'investissement se trouvant stimulés, la diminution des charges financières étant programmée, l'investisseur escompte une amélioration des bénéfices futurs (et inversement).

pour Jensen (2001)², aucune alternative viable à la maximisation de la création de valeur envers l'actionnaire comme fonction objectif, même si elle a pour mérite de rappeler les entreprises à la responsabilité sociale. En spéculant, les principes qu'elle promeut risquent de ruiner les fondations du capitalisme qui ont permis de créer des richesses, en dépit de ce que laissent croire ses défenseurs au législateur pour qu'il instaure des mécanismes de verrouillage du capital, immunisant contre des OPA hostiles (Jensen, 2001). Le risque est bien que les dirigeants puissent ne pas avoir à se justifier d'avoir détruit de la valeur... au nom de la valeur partenariale et privilégient l'opportunisme à la loyauté envers leurs mandants.

Per se, la création de valeur n'est pas une stratégie, mais une règle pour arbitrer les intérêts des différentes parties prenantes, indépendamment des préférences personnelles des dirigeants. Cela ne signifie pas qu'il faille toutefois succomber aux velléités courttermistes du marché qui, inévitablement, ignore une partie des décisions prises ou des opportunités saisies par les directeurs généraux, au moins à courte échéance. Mais, avec la valeur actionnariale, les directeurs généraux disposent d'un indicateur de performance et d'une véritable règle de décision pour arbitrer les politiques générales, soit *a priori* (par effets d'annonce), soit *a posteriori* (une fois les bénéfices observés). Dans ce cadre, le directeur général a pour mission d'instituer des changements ou de mettre en œuvre des stratégies qui améliorent à long terme la valeur de marché. Les variations de la valeur de marché à long terme offrent aux directeurs généraux de limiter leur responsabilité quand l'indice de référence, dont il est difficile de battre les performances, sert de mètre-étalon.

Les sciences économiques énoncent, avec quelque certitude et cela depuis plus deux siècles, que la maximisation du bénéfice assure le bien-être social (en l'absence d'externalités négatives). Aussi longtemps qu'il n'y a pas d'externalités négatives sur le marché des inputs, le coût d'opportunité pour la société civile n'est pas plus élevé que le prix auquel le producteur les acquiert. De même, sur le marché des outputs, le coût d'opportunité égalise le prix que la firme reçoit après production aussi longtemps qu'il n'y a pas d'externalités négatives. Lorsqu'il y a externalités négatives en revanche, la maximisation du profit n'est plus le garant du « bien-être social » optimal. Mais, la solution à ce problème ne peut consister pour la grande entreprise à maximiser autre chose que le bénéfice (Jensen, 2001, p. 302); ces dernières, en vertu du théorème se maintenant aussi longtemps que les droits de propriété sont mal définis ou qu'un agent de l'économie en supporte directement le coût.

De nombreux auteurs ne détectent de ce point de vue aucune opposition fondamentale entre l'optique actionnariale et la conduite d'une stratégie « partenariale » efficace (Martinet et Reynaud, 2001, p. 16-17):

« Privilégier la valeur actionnariale à long terme ne signifie pas pour autant ignorer les autres partenaires et leurs attentes [...]. Ce sont les stratégies basées sur un avantage concurrentiel durable [...] qui créent le plus de valeur pour l'actionnaire [...]. La

construction de cet avantage compétitif implique de multiples acteurs (clients, salariés...) Dont les demandes dépassent de plus en plus le cadre strictement marchand. [...] la satisfaction d'une performance multi-critères apparaît comme une condition nécessaire à la stratégie financière et non plus comme un complément de stratégie sociétale inexorablement perçu comme un manque à gagner pour l'actionnaire ».

Mais des malentendus résistent encore. Les arguments avancés pour rejeter (trop hâtivement) la valeur actionnariale comme fonction-objectif ou comme mesure de performance se résument souvent à quelques démonstrations: l'actionnaire exige des groupes cotés une rentabilité incompatible avec leur rentabilité intrinsèque, son horizon favorise une gestion courttermiste de l'entreprise, le fonctionnement des marchés de capitaux oblige les entreprises à une « financiarisation » croissante des stratégies. On souhaite ici contribuer à modérer le lot de critiques dont l'actionnaire et les marchés font l'objet, à la lumière de quelques références.

2. L'investisseur-actionnaire a des exigences incompatibles avec la rentabilité intrinsèque de la grande entreprise

Dans une chronique consacrée aux dérives du fonctionnement des marchés financiers, J. Peyrelevade, alors Président du Crédit Lyonnais, affirmait:

« [La pression des marchés] se traduit par une mesure permanente du retour sur fonds propres et par la recherche constante d'une amélioration de ce ratio. Or, au-delà d'un certain stade, cette pression devient irréaliste. D'abord, cette notion de retour sur fonds propres n'est pas définie en tant que telle: il n'en existe pas de définition comptable uniforme et universelle. D'où ces questions sans réponse: comment traite-t-on le goodwill, les capitaux immobilisés pour financer de l'immatériel, les fonds de commerce, les plus-values latentes de début d'exercice...? Ensuite, il n'existe aucune mesure ex post du retour sur fonds propres effectif par secteur. Normalement, quand on prend une grandeur comme instrument de pilotage, on regarde comment celle-ci a évolué dans le temps, quelle est sa sensibilité à la conjoncture, aux décisions prises... [...] Or, si des études ex post étaient menées, on s'apercevrait que ce retour sur fonds propres ne peut pas être durablement supérieur au taux de croissance

2.: Logiquement, la concordance de deux objectifs est assurée si les valeurs considérées sont des transformations monotones, si elles sont des transformations de second ordre, les directeurs généraux sont confrontés à un arbitrage inévitable (trade-offs), car il y a un seuil au-delà duquel, il n'est plus possible de maximiser simultanément les deux dimensions, des objectifs multiples nuisent alors à la bonne marche des entreprises. La part de marché est par exemple le garant de la rentabilité dans les secteurs concentrés, sensibles à l'effet d'expérience, alors que dans des environnements fragmentés ou en impasse, la part de marché n'est pas essentielle à la réussite, la rentabilité est strictement indépendante de la taille.

réal de l'économie (environ 2 à 3 %), majoré de l'inflation (2 %) et d'une prime de risque, soit au total de 8 à 9 %, un chiffre bien inférieur aux rendements traditionnellement demandés par ces gestionnaires. Nous sommes dominés par une norme qui est imprécise, non mesurée, et probablement illusoire. [...] Si on disposait de mesures ex post, on s'apercevrait sans doute que, exception faite des entreprises jouissant d'une rente technologique ou de marché, il n'y a pas beaucoup de secteurs industriels qui font mieux que le coût du capital, [car] les espérances de gains sont limitées par des lois économiques très fortes ». (Option Finance, 2002, p. 15 et p. 16)

De fait, les marchés sont souvent accusés par les directeurs généraux d'exiger des groupes cotés des performances peu compatibles avec leur rentabilité intrinsèque sur fonds propres. Les directeurs généraux ont pourtant longtemps pu se départir de la pression qu'exerçaient sur eux leurs mandants en leur adressant une information incomplète, à caractère rétrospectif, ou en mettant en œuvre des montages juridiques et financiers qui les protégeaient abusivement des sanctions du marché (Albouy, 1996).

La montée en puissance du pouvoir des actionnaires, institutionnels non-résidents notamment, se traduit aujourd'hui par une exigence accrue de rentabilité des fonds propres au risque de détériorer la santé financière des entreprises (Artus, 2002). Les investisseurs institutionnels sont en concurrence pour gagner des parts de parts de marché, ce qui les conduit à désirer un rendement élevé des placements qu'ils réalisent. L'apparition de nouveaux biens et services, dont certains procurent des rentabilités élevées, les incite à exiger le même ordre de rentabilité des entreprises de tous les secteurs, alors que certains génèrent des revenus réguliers en croissance modérée³, et à ignorer le risque spécifique. Le capitalisme anglo-saxon se substitue par ailleurs progressivement au modèle de détention stable et durable des participations au capital des entreprises, en particulier par les banques, contraintes à la cession de leurs participations pour se procurer les liquidités nécessaires aux mouvements de concentration dans le propre secteur. Combinés ensemble, ces trois facteurs créent de l'instabilité sur les marchés de capitaux et ajoutent à la pression exercée sur les entreprises pour qu'elles obtiennent des performances élevées.

Le rendement des fonds propres (ROE, *Return On Equity*) reste le critère de jugement le plus fréquent de la rentabilité des entreprises, même si les directions des groupes cotés ont progressivement intégré des indicateurs de création de valeur à leurs rapports de gestion. Les objectifs de taux de rentabilité des capitaux propres⁴ de 15 %, annoncés par les dirigeants des grandes entreprises sous la pression de leurs nouveaux actionnaires sauraient-ils être atteints et maintenus dans la durée ?

Ce sera le cas, si les hausses du ROE s'expliquent avant tout par une progression conjointe de la rentabilité économique. Si la rentabilité du capital productif est constante, l'augmentation du rendement des fonds propres est alors obtenue par la hausse du levier d'endettement (le rapport dettes sur fonds propres) qui

augmente à la fois avec la hausse de la dette (emprunts, émissions d'obligations) et la réduction des fonds propres liés aux rachats d'actions. Ce mécanisme n'est pas sans risque quand il est poussé à l'excès, surtout quand l'inflation et la récession menacent.

Avec un levier d'endettement plus élevé, les entreprises s'exposent à un risque de faillite plus élevé du fait de la volatilité des rendements (puisque les intérêts financiers augmentent et sont incompressibles par nature). De ce point de vue, les exigences de l'actionnaire apparaissent au moins contestables, sinon préjudiciables au développement de la grande entreprise. De toute évidence, de telles situations ne peuvent perdurer sur le long terme : les groupes, dont le management est fondé sur la valeur financière, pour satisfaire leurs actionnaires, ne paraissent souvent capables de tenir de tels objectifs que sur des périodes limitées (Hoarau et Teller, 2001, p. 107-108) :

« En régime permanent, le taux de croissance autofinancé d'une entreprise [...] est égal au produit du taux de rentabilité de ses fonds propres multiplié par le taux de rétention de ses profits, c'est-à-dire la part de résultat comptable qui n'est pas distribuée sous forme de dividendes et qui est conservée par l'entreprise. Le taux moyen de distribution des sociétés françaises cotées est de l'ordre de 40 % et donc le taux de rétention est de 60 %. Avec un taux de rentabilité des capitaux propres de 15 %, le taux de croissance autofinancé à long terme qui y est associé est de 9 % (15 % × 60 %). Après la prise en compte d'une inflation maximum de 3 %, la croissance autofinancée en volume est de l'ordre de 5,8 % par an alors même que le taux de croissance de l'économie est de l'ordre de 2 à 3 % ».

L'écart entre le niveau des taux d'intérêt (de l'ordre de 3 à 4 % après impôts) et l'exigence de rentabilité des capitaux investis peut inciter les entreprises à s'endetter, notamment pour racheter leurs propres actions. En théorie, l'augmentation du levier d'endettement ne crée pas de valeur puisqu'il augmente la prime de risque en même temps que le rendement. Mais en pratique, il n'est pas certain que les actionnaires aient une vision complète des risques supplémentaires liés à un accroissement de l'endettement. Au-delà, la déconnexion entre le rendement et le risque que rend possible le transfert du risque résiduel vers les salariés laisse penser que l'on peut créer de la valeur sans prise de risque pour l'actionnaire (Hoarau et Teller, 2001, p. 109).

Cette norme risque d'induire des comportements dangereux. Pour accroître la rentabilité sur fonds propres à court terme, les directeurs généraux peuvent être incités à réduire les capitaux investis afin de réduire l'impact des charges d'amortissements sur le bénéfice. Cette approche « malthusienne » de l'investissement est un moyen rapide d'atteindre les exigences de rendement sur fonds propres ; la réduction des investissements réduisant mécaniquement le coût des capitaux investis et augmentant

3. La relation qui unit le risque au rendement des fonds propres est convexe.

4. Le ROE est défini le plus souvent par le rapport des profits aux fonds propres, c'est-à-dire les sommes que les actionnaires lui ont apporté (en souscrivant aux actions émises) ou laissé (les profits mis en réserves).

d'un partenaire à la poursuite de ses intérêts les plus immédiats, privilégiant le court terme sur le long terme, la sécurité des dividendes sur le risque du réinvestissement, est trompeuse.

Le dividende, qui représente la partie distribuée du prochain bénéfice comptable, ne constitue pas la principale source de richesse pour l'actionnaire, comme en témoigne le rendement moyen des actions, hors plus-values, avoir fiscal compris, deux fois moins élevé que la rentabilité des obligations, normalement sans risque, émises par le Trésor (Albouy, 2002, p. 23). En réalité, rappelle cet auteur (1993, p. 30), les dividendes sont moins l'expression de la pression qu'exercerait le marché sur les entreprises pour qu'elles obtiennent des performances immédiates que la volonté des directeurs généraux d'informer les investisseurs (selon la théorie des signaux) ou de résoudre les conflits d'intérêts entre actionnaires majoritaires et minoritaires (selon la théorie de l'agence).

Une composante majeure de la rétribution de l'actionnaire n'est acquise que lors de la vente du titre, sa rémunération, qui conserve très longtemps un caractère virtuel, est par conséquent fortement aléatoire (Charreaux et Desbrières, 1998, p. 69). De ce point de vue, l'actionnaire apparaît même dans une position plus fragile que celle des autres apporteurs de capitaux, comme le rappelle Albouy (2002, p. 20):

« Contrairement aux créanciers, qui en échange de leurs concours financiers obtiennent une rémunération contractuelle, indépendante de l'activité de la firme et normalement sans risque, la rémunération de l'actionnaire est incertaine et résiduelle. [...] sa rémunération dépend en effet de l'exécution de l'ensemble des contrats explicites ou implicites passés entre l'entreprise et ses différentes parties prenantes encore appelées stakeholders. En cas de faillite, il est le dernier à être indemnisé et bien souvent dans ce cas, il ne reste plus rien de son capital initial ».

La valorisation des sociétés (faut-il le rappeler?) se fait sur la base de prévisions de performances économiques éloignées dans le temps. Si tel n'était pas le cas, avant d'être bénéficiaires, les sociétés de haute technologie ne s'introduiraient pas sur le (nouveau) marché pour s'y procurer les capitaux nécessaires à leur croissance et les directeurs généraux des grandes entreprises se plaindraient de n'avoir accès à ce mode de financement qu'à la condition de verser un dividende à leurs actionnaires (Albouy, 1993, p. 30).

Pour étayer la thèse du courttermisme du marché financier, une idée communément répandue le taxe de myopie: « *les réactions à l'annonce d'un événement sont perçues comme étant une preuve de sa vision à court terme* » (Martinet et Reynaud, 2001, p. 16). Si réaction brutale des marchés il y a, elle se justifie lorsque les directeurs généraux faillissent à leur devoir de transparence pour obtenir à « bon compte » la confiance des investisseurs et qu'ils ont profité temporairement des « apparences » comptables pour procéder à leur enrichissement personnel alors que leur groupe détruisait de la valeur. Comment pourrait-il en être autrement lorsque la communauté financière

apprend que par des conventions passées avec d'autres sociétés, les dirigeants ont discrètement intégré au hors-bilan une partie des dettes de l'entreprise pour améliorer sa rentabilité? Dans le cas où le marché ne réagirait pas de cette manière, ne faudrait-il pas au contraire s'en étonner?

Au fond, la crainte qu'inspire une réaction « court-termiste » des marchés trouve davantage sa justification dans la capacité de nuisance des fonds de pension aux stratégies les plus agressives, qui concentrent leurs investissements sur une poignée de valeurs dont ils espèrent des rendements anormaux. En cédant leurs titres, ils provoquent la chute des cours, et contraignent alors les administrateurs tiers de la grande entreprise (qui appartiennent par exemple à une banque d'affaires) à provisionner leurs lignes de participation et à constater la baisse de leurs propres résultats, avant de devoir la justifier auprès de leurs propres actionnaires.

Il semble en fait que la responsabilité de la gestion à court terme revienne davantage aux directeurs généraux qu'au marché lui-même malgré ce que laisse à croire les déclarations de certains dirigeants dans les colonnes de la presse. De telles affirmations sont mêmes contestables si l'on veut bien se souvenir que, longtemps, les directeurs généraux ont renforcé leur indépendance à l'égard des marchés financiers, grâce à un verrouillage de leurs actionnariats et à des mesures anti-OPA (Albouy, 1996, p. 96)⁶. Longtemps aussi, les directeurs généraux n'ont pas eu à subir la vindicte des actionnaires (minoritaires), au pouvoir affaibli, ou ont réussi à échapper à la vigilance d'administrateurs, tributaires pour ce qui concerne leur nomination et la qualité de leur information. La menace exercée par les conseils d'administration et le marché, à travers l'OPA à l'encontre des directeurs généraux jugés peu performants, sont indispensables à la protection de l'intérêt des actionnaires dans un système efficace de gouvernance.

Désormais sous le regard d'un marché financier vigilant, les groupes s'efforcent d'optimiser leurs performances économiques en améliorant la productivité du capital investi ou en optimisant leur structure financière. La question est alors de savoir si le management par la valeur « actionnariale » ne conduit pas les dirigeants à simplifier leurs modèles d'affaires (Martinet, 2002, p. 60) – profitabilité plutôt que croissance, réduction du périmètre, centrage sur un métier plutôt que diversification, décroissance externe plutôt qu'acquisitions (cessions d'actifs, scissions...) –.

6. L'autocontrôle ou la société en commandite par actions sont les moyens les plus efficaces de protéger le management en place d'une éventuelle révocation pour mauvaises performances économiques. En cas de prise de contrôle, les dirigeants de la société en commandite par actions sont irrévocables. D'autres moyens sont efficaces pour contrer l'opportunisme des « raiders » comme loger la majorité du capital dans un holding non coté ou contrôler plus de 67 % du capital. Des mesures statutaires spécifiques comme les droits de vote double accordés aux actions détenues depuis plus de deux ans, comme les actions à dividendes prioritaires, l'autocontrôle, les pactes d'actionnaires, la limitation des droits de vote pour un seul actionnaire, constituent des remparts efficaces contre la menace d'une OPA (Albouy, 1996, pp. 96-97).

Les mouvements stratégiques auxquels on assiste aujourd'hui ont déjà eu un précédent dans l'histoire des affaires. A une période de diversification, celle des années soixante et soixante-dix, avait succédé une période, au cours de laquelle les directeurs généraux avaient ressenti le besoin de se recentrer sur leur métier de base, celle des années quatre-vingt, en se départissant d'activités périphériques et en procédant à l'acquisition d'entreprises dans leur secteur afin de consolider leur part de marché. En réalité, l'histoire enseigne que c'est moins la pression des marchés qui pousse les directeurs généraux de la grande entreprise à se recentrer sur leur cœur de métier que la rationalité économique.

Il est un fait que l'actionnaire peut lui-même opérer la diversification de son portefeuille d'actions et acheter directement les titres de l'entreprise sur le marché financier, à un prix qui permet d'économiser la « prime » de fusion que le groupe acquéreur est obligé de verser pour prendre le contrôle de la firme-cible. Mais ce n'est pas là la vraie raison du recentrage des entreprises que l'on observe aujourd'hui.

La diversification « conglomerale » dans des activités indépendantes (les métiers) présentant peu de synergies devait autrefois éviter aux entreprises d'être tributaires des aléas de l'évolution d'un seul secteur et assurait l'équilibre financier. Avec la libéralisation des marchés qui a alimenté le dynamisme des mouvements de capitaux en réduisant progressivement les coûts de transaction (les intervenants sont désormais plus nombreux), l'intérêt des regroupements congloméraux est désormais réduit : la sophistication des marchés financiers, les nouveaux outils à la disposition des entreprises ont atténué l'avantage relatif que procure un « marché interne des capitaux », selon l'expression de Williamson (1975). Enfin, les stratégies personnelles des dirigeants, qui oscillent entre l'enracinement durable (via la diversification) et la constitution rapide d'un capital « réputation » monnayable sur le marché, sont parfois les seules explications de ce qu'ils présentent comme une stratégie de groupe (Martinet, 2002, p. 73)...

4. La gestion par la valeur actionnariale mène à une valorisation excessive du capital financier au détriment du capital humain

Dans une économie où la croissance de l'activité est inférieure aux exigences de rendement, la pression des marchés semble impliquer une pression à la hausse des bénéfices au détriment des salaires. L'obligation de répondre aux exigences de rendement des gestionnaires de portefeuilles et des fonds de pension poussent les entreprises à neutraliser les effets des aléas cycliques sur leurs résultats. Les directeurs généraux, soumis à de fortes pressions pour que la variabilité des résultats liée aux

fluctuations conjoncturelles soit évitée, ont intérêt à publier des profits croissants quel que soit l'état de l'économie et sont contraints à une réduction rapide de leurs coûts, en cas de récession, grâce à la baisse des investissements ou à la compression de personnel, avec, pour conséquence, une érosion des avantages concurrentiels et une déformation du partage entre salaires et profits. Dans quelle mesure cette thèse est-elle fondée ?

Le bénéfice représente globalement la marge, c'est-à-dire la part de la valeur ajoutée allouée à la rémunération du capital, l'autre part étant affectée à la rémunération de l'autre facteur de production qu'est le travail. Du seul fait de l'accroissement du chiffre d'affaires, le bénéfice peut augmenter sans modification de la répartition de la valeur ajoutée entre rémunération du travail et rétribution du capital. Lorsque cette progression a lieu dans un contexte économique peu favorable ou si elle est supérieure à l'évolution du secteur, cela peut être interprété comme la capacité de l'entreprise à maintenir ou à accroître sa part de marché (en raison de la qualité de ses produits ou de son avantage concurrentiel).

Mais, le bénéfice peut augmenter non du fait de l'évolution favorable de l'activité, mais d'une diminution relative de la rémunération du travail. Les marchés peuvent certes saluer ponctuellement ce mode de gestion, mais si cette évolution ne s'inscrit pas dans une politique de développement « lisible », ils douteront tôt ou tard du potentiel de création de valeur de l'entreprise : l'amélioration des marges ne peut en réalité durablement constituer un objectif de développement que le marché va valoriser.

Il est vrai que le souci des directions de la majorité des groupes cotés d'utiliser de manière plus profitable les capitaux disponibles a parfois des conséquences déstabilisantes pour l'opinion publique : un site de production pourra être fermé non parce qu'il n'est pas rentable, mais simplement du fait qu'il ne l'est pas suffisamment. Penser que ce comportement mène forcément à une baisse continue de la part des salaires (dans le produit intérieur brut) est toutefois commettre une erreur d'analyse.

En France, la baisse de la part du travail dans le PIB s'est faite presque entièrement dans la première moitié des années 80, période pendant laquelle une grande partie du CAC 40 d'aujourd'hui était encore nationalisée. Aux États-Unis, pays où la pression des fonds de pension s'exerce à plein et où le ROE à 15 % n'est pas un objectif mais une réalité, la part des salaires dans le PIB est remarquablement stable, fluctuant essentiellement avec le cycle de la conjoncture.

Les raisons d'un tel phénomène quand il se produit dans une économie ne sont pas inconnues des économistes et des gestionnaires. La part des salaires baisse dans le PIB lorsque les entreprises doivent rétablir une santé financière compromise par leurs excès d'endettement et d'investissement, dans une économie où l'activité n'est pas soutenue par la croissance. L'ajustement pour dégager les profits nécessaires au remboursement des dettes est alors particulièrement douloureux pour les salariés. La responsa-

bilité en incombe toutefois moins aux gestionnaires de fonds de pension anglo-saxons ou aux marchés qu'aux autorités qui ne soutiennent pas l'économie afin qu'elle absorbe les chocs déflationnistes.

Les salariés reçoivent-ils une prime correspondant au risque qu'ils supportent ? Les opposants à une gestion « actionnariale » dénoncent le report du risque lié aux cycles conjoncturels des profits (le risque systématique) vers les salariés, puisque la productivité du travail augmente continuellement plus vite que les salaires réels. Comme l'explique Artus (2002, p. 30):

« *La hausse du pouvoir et des exigences des actionnaires ne serait pas un problème dans un monde où les marchés financiers et le marché du travail seraient parfaits; les primes de risque seraient correctement mesurées; les investisseurs sauraient calculer les rendements corrigés du risque; les revenus du capital et du travail reflèteraient le partage du risque entre salariés et actionnaires* ».

Puisque les salaires fixes ne sont pas ajustés sur la productivité, les rémunérations du capital et du travail ne reflètent pas le partage du risque; le partage des revenus entre capital et travail n'est pas équitable quand aucun enrichissement patrimonial ne vient compenser le transfert du risque des profits vers les salaires. Sans doute faut-il voir ici la critique la plus sévère mais aussi la plus juste à l'encontre d'une gestion par la valeur actionnariale.

On peut envisager que l'ajustement du partage des revenus entre capital et travail se fera par la distribution d'actions ou de stocks-options, qui ne concerne qu'une minorité de salariés pour le moment. Le souci des autorités d'instaurer un véritable « dividende du travail » témoigne à cet égard d'une volonté de mieux récompenser les efforts des salariés. Celui-ci, dans un futur proche, pourra prendre deux formes distinctes: tout d'abord, la distribution d'actions gratuites à l'ensemble des salariés (dans la limite de 2 000 euros par personne), placées sur un plan épargne entreprise, indisponibles pendant cinq ans en contrepartie d'une exonération d'impôts sur le revenu et sur les plus-values de cession; ensuite, le versement d'un intéressement supplémentaire au titre de l'exercice clos. Lorsque les résultats le permettront, le conseil d'administration proposera de voter une majoration de la réserve de participation. Les autorités entendent ainsi multiplier les sources de l'actionnariat salarié, pour réduire la distorsion du partage des risques entre salariés et actionnaires.

Les opposants au principe de maximisation de la valeur actionnariale ne veulent pas non plus voir les salaires, mais aussi les retraites des travailleurs, dépendre de la « spéculation financière ». Le cours d'une action fluctue pour des raisons indépendantes des compétences des salariés, que les dirigeants ne contrôlent pas, mais dont vont pourtant dépendre les rémunérations. Il faut cependant rappeler que l'inflation a, pendant quarante ans, ruiné les épargnants sans enrichir les salariés et que leur intérêt n'est pas incompatible avec celui des actionnaires: le bien-être social passe par la main « invisible » du

marché, l'intérêt social implique d'évidence la prospérité de l'entreprise et par la suite l'enrichissement de l'actionnaire. Il n'y a ainsi aucune opposition fondamentale entre les deux. La bonne santé des entreprises que reflètent leurs cours de Bourse est le gage de création d'emplois... et d'un enrichissement des salariés, autant que des propriétaires.

Conclusion

On s'est efforcé de convaincre ici qu'il n'y a aucune opposition fondamentale entre la maximisation de la valeur actionnariale et la satisfaction des attentes des autres partenaires de la chaîne de valeur: l'enrichissement de l'actionnaire induit la satisfaction des clients, des fournisseurs, des salariés, des collectivités, et implique la prospérité de l'entreprise. Par-delà les divergences d'intérêts, il nous semble que le consensus se dessine autour de la recherche combinée du profit et de la croissance comme fonction objectif; ces deux axes se combinant dans des proportions qui dépendent de facteurs internes (structure de l'actionnariat, forme du contrôle...) et de facteurs externes (intensité des pressions concurrentielles qui réduisent les opportunités de surprofit).

Sur le plan théorique, la création de valeur actionnariale comme fonction-objectif apparaît compatible avec le modèle de Porter (1980), selon lequel la firme entre en compétition avec ses fournisseurs et ses clients pour réduire leurs pouvoirs de négociation, diminuer son besoin de fonds de roulement et accroître son bénéfice, ou avec le modèle de Freeman (1984), selon lequel la firme coopère avec ses partenaires pour en tirer un avantage concurrentiel et réduire la variance des profits, provoquée par l'opportunisme.

On a également, tout au long de cet article, cherché à modérer le lot d'interrogations, mais aussi de critiques, dont font l'objet l'actionnaire et les marchés, car il nous semblait légitime que le point de vue, sur lequel bon nombre s'alignent, méritait d'être revu à la lumière de quelques références (afin de confronter la *doxa* au *logos*). Sur le plan logique, on souhaite avoir contribué à démontrer au terme de nos arguments que:

le marché ne réclame pas toujours et pour toutes les entreprises une rentabilité des fonds propres de 15 % (notamment si l'on se réfère au Medaf);

la pression croissante qu'il exerce n'impose pas aux dirigeants une gestion courttermiste de l'entreprise;

les grands mouvements stratégiques de recentrage auxquels on assiste aujourd'hui sont avant tout guidés par la rationalité économique, plus que par la rationalité financière;

les investisseurs se montrent excessifs parfois dans leurs réactions, sous-évaluent à certaines occasions les actifs « stratégiques », sans toutefois être incohérents sur le long terme (les preuves en faveur de l'efficience des marchés demeurant à ce jour les plus robustes);

les salariés subissent la part la plus importante du risque lié aux cycles conjoncturels, par la compression de la masse salariale, devenue le moyen courant de maintenir des résultats satisfaisants quand l'économie débute une phase de récession. Le partage des risques entre salariés et actionnaires est ainsi déformé, mais ils pourront bientôt plus amplement prendre part au capital de leurs entreprises afin de s'enrichir alors que l'inflation a détérioré leur pouvoir d'achat...

Au terme de ce réexamen, il apparaît ainsi que le principe de maximisation de la valeur actionnariale, le comportement des actionnaires et le fonctionnement des marchés de capitaux ne méritent pas la critique radicale dont il ont été l'objet au cours de ces dernières années.

Bibliographie

Albouy M., *La finance contre l'entreprise*, Revue Française de Gestion, 1993, p. 29-38.

Albouy M., *Peut-on réconcilier les dirigeants d'entreprise et les marchés financiers ?*, Revue Française de Gestion, vol. 22, 1996, p. 94-101.

Albouy M., *L'actionnaire comme apporteur de ressources financières*, Revue Française de Gestion, vol. 28, n° 141, 2002, p. 17-35.

Aoki M., *A Model of the Firm as a Stakeholder-Employee co-operative game*, American Economic Review, vol. 70, 4, 1980, p. 600-610.

Artus P., *Le pouvoir des actionnaires*, Problèmes économiques, n° 2756, 2002, p. 27-30.

Chandler A. D., *The Visible Hand: The Managerial Revolution in American Business*, Cambridge, Harvard University Press, 1977.

Charreaux G. et Desbrières P., *Gouvernance des entreprises: valeur partenariale contre valeur actionnariale*, Finance-Contrôle-Stratégie, vol. 1, n° 2, 1998, p. 57-88.

Chatterjee S., Lubatkin M. H. et Schulze W.S., *Toward A Strategic Theory of Risk Premium: Moving Beyond CAPM*, Academy of Management Review, vol. 24, 3, 1999, p. 556-567.

Coase R., *The Nature of The Firm*, *Economica*, vol. 4, 16, 1937, p. 386-405.

Fama E.F., *Mandelbrot and the Stable Paretian Hypothesis*, *The Journal of Business*, vol. 36, 1963, p. 420-429.

Freeman E.R., *Strategic Management: A Stakeholder Approach*, Massachusetts, Marshfield, Pitman Publishing, 1984.

Goyal A. et Santa-Clara P., *Idiosyncratic Risk Matters!*, *Journal of Finance*, vol. 58, 3, 2003, p. 975-1007.

Hoarau C. et Teller Robert, *Création de valeur et management de l'entreprise*, Paris, Vuibert, 2001.

Jensen M., *Value Maximisation, Stakeholder Theory, and the Corporate Objective Function*, *European Financial Management*, vol. 7, n° 3, 2001, p. 297-317.

Jones T.M., *Instrumental Stakeholder Theory: A Synthesis of Ethics and Economics*, *Academy of Management Review*, vol. 20, 2, 1995, p. 404-437.

Lintner J., *The Valuation of Risk Assets and the Selection of Risky Investments*, *Review of Economics and Statistics*, n° 47, 1965, p. 13-37.

Martinet A-C, Reynaud E., *Shareholders, stakeholders et stratégie*, *Revue Française de Gestion*, n° 136, 2001, p. 12-35.

Martinet A-C, *L'actionnaire comme porteur d'une vision stratégique*, *Revue Française de Gestion*, n° 141, Novembre-Décembre, 2002, p. 57-76.

Nau V., *Interview de Jean Peyrelevade: la pression des marchés est irréaliste*, *Option Finance*, n° 674, 2002, p. 14-17.

Porter M., *Choix stratégiques et concurrence*, Paris, *Economica*, 1980.

Porter M., *L'avantage concurrentiel*, Paris, *Economica*, 1986.

Van Horne J.-C., *Financial management and policy*, 5^e édition, Englewood Cliffs, N. J., Prentice Hall, 1980.

Williamson O. E., *Markets and hierarchies: A Study in the Internal Organizations*, Free Press, N-Y, 1975.

Appel

Un groupe de chercheurs
(Hubert Bonin, Bernard Lachaise)
organise un colloque intitulé

« ROBERT BOULIN, ENTRE LA GIRONDE ET PARIS :
UN HOMME D'ACTION ET DE CONVICTION ? »,

qui aura lieu au printemps 2009 à Libourne, en Gironde.

Ils cherchent des intervenants (seul ou à plusieurs) sur les thèmes suivants :

- Robert Boulin secrétaire d'Etat au Budget, de septembre 1962 à mai 1968 : bilan de son action
- Robert Boulin ministre de l'Agriculture en juillet 1968-juin 1969
- Robert Boulin ministre de la Santé et de la Sécurité sociale en juin 1969-juillet 1972

Ils sollicitent donc les personnes pouvant envoyer leur proposition sur ces thèmes.

Précisons que, outre son intérêt scientifique (une grille problématisante sera mise au point), le colloque aura lieu dans une jolie région viticole.

Contact : Hubert BONIN, h.bonin@sciencespobordeaux.fr

tél. 0 687 255 228; <http://hubertbonin.com>

Adresse postale : 3 allée Frédéric Chopin, 33120 Arcachon - France