L'entreprise est à nous...

Tristan Auvray, Thomas Dallery, Sandra Rigot

▶ **To cite this version:**

Tristan Auvray, Thomas Dallery, Sandra Rigot. L'entreprise est à nous.... Philippe Batifoulier, Franck Bessis, Ariane Ghirardello, Guillemette de Larquier, Delphine Remillon. Dictionnaire des conventions Autour des travaux d'Olivier Favereau, Septentrion, pp.215-220, 2015, 978-2-7574-1279-4. hal-01380286

HAL Id: hal-01380286
https://hal.science/hal-01380286

Submitted on 12 Oct 2016

HAL is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.

PROPRIÉTÉ DE L'ENTREPRISE

L'entreprise est à nous…

Tristan Auvray
Université Paris Nord, CEPN

Thomas Dallery
Université du Littoral Côte d'Opale, CLERSÉ

Sandra Rigot
Université Paris Nord, CEPN

Quand on se demande si « l'entreprise est à nous », encore faut-il définir quel groupe se cache derrière le « nous »… Ce même slogan peut en effet être scandé par des travailleurs ou des actionnaires. Derrière cette lutte relative à la revendication d'un droit de propriété sur l'entreprise, on retrouverait le conflit entre le travail et le capital. Or, force est de constater que, ces dernières décennies, c'est le point de vue actionnarial qui domine celui des travailleurs (Favereau, 2014).

L'entreprise est à eux : retour sur le point de vue actionnarial

Après la Grande Dépression des années 1930, le capitalisme a connu une période de ré-encastrement. Les excès du capitalisme financier des années 1920 ayant conduit l'économie américaine au krach financier de 1929, le moment était propice à un retour de la régulation pour limiter les forces du marché. C'est dans ce contexte de limitation stricte du pouvoir de la finance que les pays avancés ont connu les Trente Glorieuses avec une croissance élevée, un chômage faible, et une progression salariale constante permise par des gains de productivité importants. On parle alors de gouvernance fordiste où le manager de l'entreprise recherchait avant tout la croissance de ses parts de marché et l'actionnaire n'avait pas son mot à dire. La crise du régime économique des années 1970 va progressivement la remettre en cause pour laisser place à une nouvelle gouvernance dite actionnariale où les rôles vont s'inverser. En effet la décélération de la croissance, et l'augmentation de l'inflation vont inverser les priorités en matière de politique économique : la lutte contre l'inflation va primer sur celle contre le chômage, privilégiant ainsi les rentiers sur les travailleurs. De longue date, l'inflation était un moyen « d'euthanasier les rentiers ». Les politiques de désindexation des salaires par rapport aux prix et la montée des taux d'intérêt au tournant des années 1980 permettent au nom de la lutte contre l'inflation de favoriser le retour des rentiers.

Mais ce retour a aussi lieu par l'intermédiaire d'une modification de la gouvernance d'entreprise. Dans les années 1970, Jensen et Meckling (1976) cherchent à montrer l'inefficacité des stratégies menées par les managers. Ces derniers auraient tendance à gaspiller les ressources qui leur sont confiées, en dépensant l'argent des actionnaires pour des projets d'investissement peu rentables. Le cœur du problème serait lié à une relation d'agence : les managers ayant pour mandat de diriger l'entreprise pour le bien des actionnaires, mais les actionnaires étant dans l'incapacité de contrôler effectivement les actions de ces managers, ces derniers disposeraient d'un pouvoir discrétionnaire les poussant à agir dans leur propre intérêt, et non dans l'intérêt de leurs mandataires (actionnaires). Pour réellement réhabiliter les rentiers, il convient donc de renforcer le contrôle des actionnaires sur les managers à la tête des entreprises. Cela passera par les mesures d'alignement des intérêts des managers sur les intérêts des actionnaires, notamment au travers de rémunérations indexées sur la performance financière des entreprises (les fameuses *stock options*), et par la mise en place d'un marché du contrôle. Ce marché désigne la concurrence qui prévaut sur les marchés financiers, concurrence grâce à laquelle il est possible d'attirer les capitaux par une meilleure rentabilité, poussant alors les entreprises réfractaires à la gouvernance actionnariale vers de bas niveaux de valorisation boursière. Cette désaffection des marchés financiers pour l'action d'une entreprise conduit à en faire une potentielle cible pour des concurrents : puisque le cours de l'action est bas, l'entreprise peut être rachetée à bon compte, et le management dédaigneux de suivre les principes de la gouvernance actionnariale peut alors être remplacé. Conséquence de cette re-libéralisation des marchés financiers dans les années 1980 : les managers qui souhaitent conserver la direction de leur entreprise doivent se plier aux exigences actionnariales en matière de rentabilité.

De telles exigences conduisent à modifier la répartition du revenu national en démultipliant les versements de dividendes et en diminuant les projets d'investissement. Selon Cordonnier *et al.* (2013), les entreprises françaises ont versé en 2011 près de 2 euros de dividendes nets[1] pour tout euro d'investissement net[2] contre seulement 50 cents en 1978. La priorité des entreprises a donc fondamentalement changé : pour reprendre l'expression de Lazonick et O'Sullivan (2000), d'une logique de《 *retain and reinvest* 》(les profits sont conservés pour être réinvestis), les sociétés sont passées à une logique de《 *downsize and distribute* 》(les projets d'investissement sont réduits et les profits sont distribués aux actionnaires). Toujours selon Cordonnier *et al.* (2013), alors que 30 % des profits partaient en dividendes en 1978, c'est en 2012 près de 90 %. L'actionnaire est passé du statut de créancier résiduel à celui de

[1] *i.e.* dividendes versés déduits des dividendes reçus.

[2] *i.e.* investissement brut diminué des amortissements.

créancier principal : alors que dans le premier cas, il supporte un certain risque (car il est payé en dividendes une fois que tout a été payé par l'entreprise), dans le second, ~~non, car~~ sa rémunération est prioritaire, y compris quand les profits ne sont pas au niveau espéré durant l'exercice en cours (on augmente alors le taux de distribution des profits).
En se dispensant de projets d'investissement rentables, mais à la rentabilité inférieure à la norme exigée, la gouvernance actionnariale menace à terme la pérennité des entreprises elles-mêmes, car une entreprise qui n'investit plus est une entreprise qui cesse de se renouveler et qui est condamnée à être dépassée par des concurrentes plus dynamiques. Au printemps 2014, Larry Fink, le PDG de BlackRock, l'un des principaux gestionnaires d'actifs au monde, s'était inquiété dans une lettre ouverte aux PDG des plus grandes entreprises américaines et européennes de la tendance des entreprises à verser des rendements trop élevés au détriment de l'investissement, ce qui pourrait mettre en danger la capacité des entreprises à dégager des rendements à l'avenir (*Wall Street Journal*, 26 mars 2014).

L'entreprise n'est à personne… et sûrement pas aux seuls actionnaires !

Ce retour de l'actionnaire a été rendu possible par l'instrumentalisation d'une affirmation apparemment logique : les actionnaires sont propriétaires de l'entreprise et en tant que tels, c'est à eux de décider de la bonne stratégie à appliquer (investir beaucoup ou peu) ou de l'ampleur des versements à leur rétrocéder (dividendes et rachats d'~~action~~). Or il se trouve que la propriété des actionnaires sur l'entreprise n'est pas fondée en droit (Robé, 1999 ; Favereau et Robé, 2012). L'entreprise sous la forme d'une société est une personne morale, et personne ne détient une personne, même morale ! Ainsi, les actionnaires ne possèdent pas l'entreprise ; ils ont juste des droits liés à la détention de leurs actions, et surtout, ils n'ont pas tous les droits. Il n'y a en effet rien d'automatique dans la décision de verser des dividendes et il n'y a aucune obligation légale pour l'entreprise de maximiser les profits en laissant de côté des projets d'investissement moins rentables.
Si ce n'est pas le droit qui sanctuarise le pouvoir actionnarial, c'est du côté de l'économie que l'on doit regarder pour trouver les racines de cette idéologie : les actionnaires auraient leur mot à dire sur l'entreprise, dans la mesure où ils lui apportent de l'argent. Cette vision n'a en pratique que peu d'appui. Schématiquement, il n'y a que trois manières de financer une entreprise : par l'apport des actionnaires (apports initiaux et nouvelles émissions d'actions), par l'apport des créanciers (crédits bancaires et émissions d'obligations) et par la conservation des profits pour l'autofinancement de l'entreprise (finance interne). Si on regarde l'ensemble des entreprises des quatre principales

économies européennes, on constate que les apports des actionnaires sont faibles.

Tableau 1. Ressources financières des sociétés non financières de 1995 à 2012.

	Ressources financières (en % du total des ressources)		
	Finance interne	Finance externe	
Pays		Endettement net	Émissions nettes d'actions
France	58 %	24 %	19 %
Allemagne	81 %	6 %	13 %
Italie	61 %	26 %	12 %
Royaume-Uni	103 %	-2 %	-1 %
Moyenne	76 %	14 %	11 %

Source : Auvray *et al.* (2014).

La principale source de financement est de loin l'autofinancement des entreprises avec 76 % des apports contre 14 % pour l'endettement et 11 % pour les actionnaires. Les cas britannique et américain sont extrêmes, puisque les ressources financières des entreprises sont utilisées pour se désendetter et pour racheter leurs propres actions. Alors que sur la période 1946-1979, les émissions nettes d'actions (émissions moins rachats d'actions) par les sociétés non financières américaines s'élevaient à 4,3 % du montant de leurs profits (Auvray *et al.* 2014), les rachats nets (rachats d'actions moins émissions nouvelles) comptent pour 22,7 %[3] de leurs profits sur la période 1980-2013. La France ne fait pas exception : sur la période 2003-2013, les rachats d'actions pour le seul CAC40 représentent en moyenne un peu plus de 25 % des montants des dividendes versés. Les actionnaires ne financent pas les entreprises, mais ils sont financés par elles ! ~~Les~~ marchés financiers sont donc des marchés financés !

~~Faire en sorte que l'entreprise soit orientée~~ en faveur des travailleurs

Si le débat sur la propriété de l'entreprise n'a pas lieu d'être en droit, cela n'élimine pas pour autant les questions concernant l'exercice du pouvoir dans l'entreprise. Ce n'est pas la propriété de l'entreprise qui donne du pouvoir à l'actionnaire, ce n'est pas non plus la légitimité d'un financeur principal, mais c'est la liquidité des marchés qui confère aux actionnaires le pouvoir de plier l'entreprise à leurs exigences.

[3] Calculs réalisés à partir de la *lettre de Vernimmen* : http://www.vernimmen.net/Lire/Lettre_Vernimmen.php.

La liquidité d'un actif financier, c'est la capacité de pouvoir le revendre rapidement et sans perte en capital. Cette liquidité est assortie d'un paradoxe : pour pouvoir vendre à tout moment un actif, un marché secondaire doit exister ; mais ce marché de l'occasion génère une réévaluation permanente du prix de l'actif, ce qui induit immédiatement un risque de moins-values. C'est pour éviter ces baisses de cours de l'action que les entreprises sont contraintes de verser abondamment des dividendes et de racheter leurs propres actions. Ce modèle de la liquidité, du réagencement permanent (tel un actionnaire modifiant constamment son arbitrage de portefeuille) s'impose à la société dans son ensemble. L'entreprise doit être réactive, certains départements de l'entreprise doivent pouvoir être revendus, la main-d'œuvre doit être flexible, les fournisseurs doivent être une variable d'ajustement…

À l'opposé de cette vision de la recherche de liquidité, l'entreprise est un objet social visqueux : elle a vocation à durer dans le temps, elle repose sur une idée d'engagement qui s'accommode mal de l'instabilité inhérente aux marchés financiers. De nombreux économistes tels Marshall et Veblen[4] ou Eichner (1976) ont théorisé l'entreprise sous l'angle d'un collectif de travail engagé sur la durée. La comptabilité nationale elle-même garde les traces de cette vision. En son sein, le revenu primaire national se décompose entre les revenus d'activité (salaires notamment), les revenus de la propriété (loyers, intérêts, dividendes), les revenus mixtes (entre le travail et le capital) et les revenus de l'État (impôts). La dénomination anglo-saxonne utilise même l'opposition entre les revenus gagnés et les revenus non gagnés pour caractériser l'opposition entre les revenus d'activité et les revenus de la propriété. Mais le point le plus intéressant ici est que les profits conservés pour autofinancer les entreprises sont aussi compris dans les revenus d'activité. En d'autres termes, la lutte entre l'activité et la propriété voit l'entreprise se ranger normalement du côté des travailleurs ! L'autofinancement a en effet le statut de revenu propre à l'entreprise comme institution. Ce n'est pas le revenu de l'une des parties prenantes de l'entreprise (travailleurs, managers, actionnaires…), mais c'est le revenu commun de ce collectif. Plus précisément, c'est ce que le collectif met de côté pour préparer son avenir commun, pour permettre à l'entreprise de se reproduire dans le temps. C'est une idée d'engagement pour préparer l'avenir qui est orthogonale à la recherche de liquidité qui ouvre à une logique court-termiste (versement de profits pour soutenir le cours de bourse, quitte à ce que cela se fasse au détriment de l'entreprise et de l'investissement productif).

L'enjeu théorique est de réhabiliter l'idée que l'entreprise est un collectif de travail, que l'autofinancement est le revenu de ce collectif

[4] L'apport de ces auteurs à la compréhension de la firme comme organisation est explicité par L'Italien (2012).

et que l'actionnaire n'est le propriétaire ni de l'entreprise ni de l'ensemble de ses profits. L'enjeu pratique est de désarmer la liquidité qui permet aux actionnaires d'agir comme des propriétaires au sein des entreprises et de décider de l'utilisation des profits pour verser des dividendes et opérer des rachats d'actions. En effet, pour que l'autofinancement soit réhabilité comme revenu collectif en pratique, il faut que la délibération sur l'affectation du profit soit collective. Pour cela, une manière de procéder serait de limiter la liquidité des marchés financiers ou, à tout le moins, de déconnecter la liquidité des actifs sur ces marchés de la gouvernance des entreprises.

Cela pourrait passer par l'instauration de droits de vote en assemblée générale des actionnaires uniquement pour les actionnaires ayant souscrit à des actions sur le marché primaire. On pourrait aussi songer à rendre les droits de vote (et les dividendes) proportionnels à la durée de détention d'une action. Bien évidemment, tout ceci n'exonère pas d'une refonte de la représentativité dans les instances de direction des entreprises, avec un rééquilibrage à l'avantage des travailleurs, et une diminution du poids des actionnaires. Au-delà de la question de la propriété de l'entreprise, le véritable enjeu est de mettre un terme à la « Grande Déformation » (Favereau, 2014) et de configurer un régime de pouvoir qui la pousse à agir dans l'intérêt des parties prenantes, et non des seuls actionnaires. En somme, il s'agit de faire primer l'être sur l'avoir, en favorisant ceux qui sont réellement l'entreprise dans la durée, au détriment de ceux qui revendiquent une possession à court terme dans le seul but d'en extraire des revenus.

Bibliographie

Tristan Auvray, Thomas Dallery, Sandra Rigot, 2014, « Au-delà du plan Juncker : et si l'on permettait vraiment aux entreprises de retrouver le chemin de l'investissement à long terme », *Note des Économistes Atterrés*, décembre.

Laurent Cordonnier, Thomas Dallery, Vincent Duwicquet, Jordan Melmies, Franck Van De Velde, 2013, « À la recherche du coût du capital », *Revue de l'IRES*, n° 79, p. 111-136.

Alfred Eichner, 1976, *The Megacorp & Oligopoly : microfoundations of macrodynamics*, Cambridge, Cambridge university press.

Olivier Favereau, 2014, *Entreprises : la Grande Déformation*, Paroles et Silence, Éditions des Bernardins.

Olivier Favereau, Jean-Philippe Robé, 2012, « RSE et propriété de la firme », dans J. Allouche (dir.), *Encyclopédie des Ressources Humaines*, troisième édition, Vuibert, p. 1277-1285.

Michael Jensen, William Meckling, 1976, 《 Theory of the Firm. Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure 》, *Journal of Financial Economics*, vol. 3, n° 4, p. 305-60.

François L'Italien, 2012, *Béhémot Capital. Contribution à une théorie dialectique de la financiarisation de la grande corporation*, Thèse de doctorat, Université Laval.

William Lazonick, Mary O'Sullivan, 2000, 《 Maximizing Shareholder Value: a New Ideology for Corporate Governance 》, *Economy and Society*, vol. 29, n° 1, p. 13-35.

Jean-Philippe Robé, 1999, *L'entreprise et le droit*, PUF, coll. Que sais-je ?