

La lettre de la régulation

N° 51

SOMMAIRE

- 1-4 Point théorique
- 4 . Publications
- 5 . Association R & R
- 6 . Annonces

ÉDITORIAL

Janvier 2005

Le capitalisme financier va-t-il enfin réaliser aujourd’hui la chimère d’un capitalisme de gouvernance actionnariale ? M. Aglietta et A. Rebérioux analysent l’origine juridique de cette conception, démontrent les apories d’un contrôle externe, la collusion réelle des directions avec la finance de marché, la tricherie incontournable qu’elle implique et les risques de crises qu’elle porte*. Ils proposent de considérer la firme comme le lieu incontournable d’un compromis délibératif entre le capital et le travail salarié. Ce qui impliquerait de profondes réformes en vue de constituer ce qu’ils appellent l’« entreprise partenariale ».

(*M. Aglietta et A. Rebérioux, (2004), *Dérives du capitalisme financier*, Albin Michel, Paris.)

POINT THÉORIQUE

Les régulations du capitalisme financier

Michel Aglietta, FORUM (université Paris X – Nanterre) et Cepii

aglietta@cepii.fr

Antoine Rebérioux, FORUM (université Paris X – Nanterre)

antoine.reberioux@u-paris10.fr

En 2001, deux des plus éminents représentants de la *Law and economics* affirmaient, sur un ton prophétique, la « fin de l’histoire » en matière de gouvernance d’entreprise, le modèle nord-américain s’imposant à travers le monde (Hansmann et Kraakman, 2001). Ce modèle accorde un poids décisif à l’actionnariat dispersé, figure du capitalisme populaire. Il s’inscrit plus largement dans un mode de régulation dominé par les marchés financiers.

Le retournement boursier de mars 2000, les scandales financiers de l’ère Enron et la capture du profit par les dirigeants ont été les pathologies les plus évidentes des contradictions propres à ce mode de régulation. La préservation des marchés financiers par la banque centrale des Etats-Unis, à partir du début de l’année 2001, a en outre provoqué un transfert massif d’endettement des entreprises sur les ménages acquéreurs de biens immobiliers, des ménages les plus riches sur l’Etat fédéral, de toute l’économie sur le reste du monde.

Pour saisir les principaux ressorts du capitalisme financier, il convient de mobiliser les théories de l’entreprise d’un côté, la macroéconomie du système financier de l’autre et de dévoiler les influences réciproques entre ces niveaux d’analyse. Le capitalisme financier repose en effet sur une doctrine particulière de l’entreprise, la « souveraineté actionnariale ». Cette doctrine légitime le contrôle des entreprises par les actionnaires. Face à l’impossibilité d’effectuer de l’extérieur une surveillance réelle de l’activité des dirigeants, ce contrôle s’objective dans une norme de gestion, sous la forme d’une contrainte de résultat ou d’une exigence de rentabilité financière. La généralisation de cet impératif est une source

d’instabilité endogène des marchés de capitaux. Il s’ensuit que les dérives du capitalisme contemporain ne peuvent être corrigées sans changements significatifs dans la gouvernance d’entreprise.

1. Les apories du contrôle actionnarial

D’origine juridique, la doctrine de la souveraineté actionnariale fait de l’entreprise un objet de propriété, dont les sujets sont les actionnaires : ils détiennent en conséquence un droit réel de propriété sur les entreprises. L’analyse économique justifie cette souveraineté des actionnaires en pointant les risques qu’ils supportent dans le cadre de l’activité entrepreneuriale, par rapport aux autres parties prenantes (salariés, créateurs, etc.). Cette doctrine est, depuis le début du XX^e siècle, au fondement des principes juridiques encadrant les sociétés cotées aux Etats-Unis. Elle imprègne en particulier le droit boursier, d’origine fédérale.

La doctrine d’une maîtrise souveraine des actionnaires entre toutefois en tension avec le second pilier constitutif du capitalisme financier : la promotion de la liquidité des marchés de capitaux¹. Cette liquidité a deux effets. D’une part, elle conduit à une « séparation de la propriété et du contrôle », ainsi que l’avaient noté, pour la première fois, Berle et Means (1932). Dispersion, les actionnaires n’ont plus les moyens d’exercer leur maîtrise souveraine ; le contrôle des entreprises leur échappe. D’autre part, cette liquidité réduit le risque

¹ Par liquidité, on entend la possibilité de se défaire au plus vite d’un actif, sans perte de valeur.

La Lettre de la régulation diffuse toute information concernant les publications, séminaires, colloques ou autres activités de recherche en relation avec l’approche de la théorie de la régulation. Ces informations peuvent être adressées : à Henri Nadel, rédacteur-en-chef de *La Lettre de la régulation* GERME/Univ. Paris 7/Denis-Diderot, département d’économie, 2 place Jussieu, 75005 Paris, henri.nadel@paris7.jussieu.fr

La Lettre de la régulation est financée par les cotisations des membres de l’association *Recherche & Régulation*, Président R. Boyer robert.boyer@cepremap.cnrs.fr

ISSN en cours



Site de l’association Recherche & Régulation : <http://www.theorie-regulation.org>

porté par les actionnaires, qui peuvent diversifier leur portefeuille. La justification économique de la primauté accordée aux actionnaires, en termes de risque, perd ainsi de sa pertinence.

Cette tension n'a pourtant pas conduit à un rejet de la doctrine. Longtemps assoupie, l'idée d'une primauté des actionnaires a connu une nouvelle vigueur dans les années 1970, en théorie et en pratique : la perte de contrôle des actionnaires est alors pensée sur le mode de la dépossession.

L'avènement du « contractualisme » en science économique et son extension progressive au champ juridique (avec le courant de la *Law and economics*) ont constitué un puissant vecteur de diffusion et de légitimation de la souveraineté actionnariale. Le modèle principal-agent a joué en la matière un rôle clef, dans la mesure où il offre une représentation formelle de l'idée de dépossession. Selon ce modèle, les dirigeants sont « embauchés » par les actionnaires pour les servir. Toutefois, l'opportunisme de ces dirigeants, couplé aux avantages informationnels dont ils disposent concernant la gestion de l'entreprise, nécessite la mise en place de garde-fous de manière à prévenir autant que possible les détournements de valeur².

L'actualisation de cette doctrine dans l'ordre des pratiques de gouvernance d'entreprise a donc consisté en l'établissement de dispositifs externes et internes, cherchant à pallier l'incapacité structurelle des actionnaires « liquides » à exercer leur maîtrise souveraine. En externe, un rôle décisif est accordé aux prises de contrôle hostiles, codifiées par le droit boursier et le droit des sociétés, et aux intermédiaires de l'information financière, les *gatekeepers*. Ces derniers (auditeurs, analystes financiers et agences de notation) sont ainsi chargés de vérifier et de synthétiser l'information comptable à destination des investisseurs. En interne, la tâche de rétablir les actionnaires dans leur droit réel revient au conseil d'administration (*board of directors*). La doctrine prétend ainsi que le conseil reçoit mandat des actionnaires pour surveiller les dirigeants. Afin de garantir le rôle strictement disciplinaire de ce conseil, l'indépendance des administrateurs par rapport à la direction est érigée en impératif catégorique. Si la difficulté est grande de donner un contenu pratique à cette idée d'indépendance, celle-ci tend à se confondre avec un critère d'extériorité. L'extériorité doit s'entendre par rapport à l'entreprise, mais également, le plus souvent, par rapport au secteur d'activité. Ainsi garantit-on l'absence de liens familiaux, financiers, sociaux, etc. entre contrôleurs (administrateurs) et contrôlés (les dirigeants). Mais par là même, le conseil perd la capacité de contrôle que lui conférait son statut interne, via une connaissance particulière de l'entreprise et de sa gestion. En lieu et place, un contrôle *ex post*, distant, est exercé, à la manière des *gatekeepers*. La souveraineté actionnariale a donc ceci de paradoxal qu'elle introduit l'extériorité au cœur même de cet organe, dont la raison d'être, précisément, tient à son « intérieurité ».

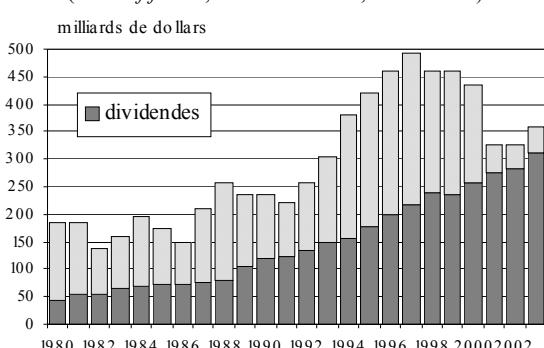
Une caractéristique essentielle de la gouvernance propre au capitalisme financier se fait jour ici : l'absence

de contre-pouvoir interne à l'entreprise. Il est utile, à cet égard, de mettre cette configuration en parallèle de l'idéal type de la firme « fordiste », où un contrôle était effectué de concert par les actionnaires détenteurs de blocs de contrôle (inexistant sur des marchés liquides), une technostructure interne (affaiblie par l'écrasement des strates hiérarchiques) et les représentants du personnel (écartés, par définition, d'une gouvernance pro-actionnariale). Aussi, la volonté de conjuguer liquidité et contrôle – au fondement du capitalisme financier – implique une extériorisation du contrôle. Il résulte de cette extériorisation une vacuité du contrôle et une déresponsabilisation de la gestion des entreprises. Ce point est le plus clairement illustré par les scandales financiers de l'ère Enron, qui ont vu faillir de manière systématique les dispositifs de contrôle pro-actionnariaux.

2. Les exigences de rentabilité financière

L'incapacité des actionnaires à contrôler effectivement les dirigeants – en contradiction avec les prétentions affichées – ne doit pas conduire à minimiser les évolutions affectant les entreprises cotées depuis les années 1970. Pour l'essentiel, la puissance du capital financier s'exprime par l'imposition de critères contraignants de rentabilité financière. La concurrence entre fonds d'investissement pour attirer l'épargne collective se reporte sur les entreprises, jugées par ces fonds sur leur capacité à répondre aux exigences financières qui leur sont imposées. Le graphique ci-dessous, qui retrace l'évolution de la part des dividendes dans le profit des sociétés aux Etats-Unis, donne une idée de l'ampleur de la redistribution qui s'opère, au sein des entreprises, en faveur des actionnaires.

Evolution de la part des dividendes dans le total des profits (avant taxes) pour les sociétés non financières (hors agriculture) aux Etats-Unis
(Flow of funds, Federal Reserve, table F.102)



L'*Economic Value Added* (EVA) constitue l'indicateur emblématique de la souveraineté actionnariale, en tant qu'il fonde en théorie les exigences du capital financier. Si toutes les sociétés cotées n'ont pas adopté tel quel cet indicateur, celui-ci, par sa diffusion très large, a contribué à légitimer les exigences de rentabilités financières portées par les fonds d'investissement (Plihon et alii, 2002). L'expression la plus simple de l'EVA d'une société est la suivante :

$$\begin{aligned} EVA &= R - k \cdot FP \\ &= (ROE - k) \cdot FP \\ &= (ROA - Cmpc) \cdot K \end{aligned}$$

² Nous n'affirmons pas qu'il existe un lien nécessaire et logique entre le contractualisme en théorie de la firme et la défense de la souveraineté actionnariale. Notre argument est ici d'une autre nature et révèle davantage d'une sociologie de la science : l'écrasant majorité des auteurs s'inscrivant dans une perspective contractualiste et s'intéressant à la gouvernance d'entreprise se sont fait les promoteurs de cette doctrine. Sur ce point, cf. Rebérioux (2005).

R représente le résultat net de cette société, k le rendement d'équilibre des fonds propres prévu par le MEDAF³, FP la valeur comptable des fonds propres, ROE (*Return On Equity*) la rentabilité financière (soit le rapport R/FP), ROA (*Return On Asset*) la rentabilité économique, $Cmpc$ le coût moyen pondéré du capital et K la valeur total de l'actif (dettes + fonds propres). Cette équation fait apparaître la spécificité de l'EVA : alors que la richesse revenant aux actionnaires est normalement mesurée par le résultat net (R), il est ici considéré que la valeur réellement créée pour les actionnaires provient des excédents enregistrés par rapport à la rentabilité exigée par le marché ($k.FP$). Le rendement d'équilibre du marché devient un rendement minimal. Le statut de l'actionnaire s'en trouve profondément modifié (Lordon, 2000). De créancier résiduel, l'actionnaire se transforme, par le biais de l'EVA, en créancier privilégié, à la manière des prêteurs. Il acquiert des garanties de retour sur son investissement. Bien que celles-ci ne soient pas contractuelles, elles n'en sont pas moins effectives. Cette mutation, notons-le, prend de nouveau en défaut la justification économique ultime de la souveraineté actionnariale : la prise de risque.

La création de valeur, actionnariale procède ainsi d'une logique de déséquilibre, instaurée en objectif permanent. L'inconsistance macro-économique de ce principe est évidente. Au niveau micro-économique, les méthodes pour doper le rendement financier au-delà de ce qui permet le potentiel économique des entreprises sont soutenues par des cours boursiers élevés et visent à entretenir la hausse spéculative des cours boursiers. Ces méthodes combinent l'augmentation du levier d'endettement⁴, la croissance externe, la réduction de la base d'actifs des entreprises (stratégie *asset light*) et le rachat d'actions.

La réduction de la base d'actifs accroît automatiquement la rentabilité économique (*ROA*), tandis que le rachat d'actions augmente la rentabilité financière (*ROE*). L'équation ci-dessus montre que ceci se traduit par une hausse de l'EVA. L'accroissement de la rentabilité financière passe également par l'introduction dans les fonds propres d'éléments dont la valorisation dépend en grande partie de la discréption des dirigeants. La croissance externe en offre l'opportunité, surtout si les entreprises qui s'y livrent ont des cours boursiers suffisamment élevés pour que les actions servent de monnaie d'échange avantageuse. En effet, les fusions permettent de revaloriser largement les actifs immatériels des entreprises acquises et de profiter des écarts d'acquisition. Les banques d'affaires et leurs analystes jouent un rôle considérable dans ces opérations en sous-évaluant les valeurs d'acquisitions et en recommandant expressément les actions de l'ensemble consolidé à l'achat auprès des investisseurs institutionnels. Il reste alors à réaliser les plus-values potentielles en dé-consolidant par des reventes judicieuses les actifs les plus valorisés par le marché, puis en extrayant le *cash-flow* de l'entreprise au moyen de l'exercice de *stock options*. De la dette supplémentaire est émise pour que les sociétés

rachètent leurs propres actions de manière à conserver le contrôle managérial des sociétés en évitant la dilution des fonds propres, tout en professant allégeance à la souveraineté actionnariale. Ainsi, les dirigeants engagés dans ces stratégies de création de valeur, et appuyés par les acteurs de la finance, conservent les instruments du pouvoir déployé pour s'enrichir personnellement.

Ce processus laisse pourtant des scories, des actifs invendables parce que non-rentables, qui se déposent dans le jeu des consolidations et dé-consolidations. C'est là que les fraudes ont le plus souvent pris racine. Pour se débarrasser de ces actifs avec profit, les dirigeants vont organiser des ventes fictives avec l'aide des banques d'affaires. Des entités financières à finalité spéciale (*Special Purpose Entities*), faussement indépendantes des sociétés vendeuses, vont « acheter » ces actifs à des prix grossièrement surévalués. Ces transactions ne sont en dernière instance garanties que par les actions de la société vendeuse, puisque celle-ci est secrètement porteuse du risque sur les dettes émises par l'entité spéciale pour faire les transactions fictives. Enron, par exemple, avait créé pas moins de 3000 entités spéciales pour comptabiliser des profits fictifs et dissimuler ses dettes abyssales.

Au total, les dirigeants engagés dans le jeu de la finance de marché mènent des opérations que le système financier accompagne, en proposant des conduites risquées et en encourageant des innovations audacieuses au regard des standards prudentiels acceptables. Couplées à une incapacité structurelle des acteurs et des dispositifs chargés du contrôle (cf. *supra*), les tensions induites par ces comportements se résolvent dans des opérations frauduleuses, qui se sont multipliées aux Etats-Unis au tournant du siècle⁵. La souveraineté actionnariale échoue précisément là où elle entend réussir : elle conduit à une déresponsabilisation des dirigeants, que l'on peut observer de la manière la plus nette avec l'explosion des rémunérations patronales liée au *stock options*. Ainsi, selon l'enquête réalisée régulièrement par le magazine *Business Week*, en 1980 le revenu moyen des patrons des plus grandes entreprises américaines représentait 40 fois le salaire moyen d'un ouvrier ; en 1990, ce revenu était 85 fois plus important et en 2003, 400 fois plus élevé. Le nouveau capitalisme n'a pas discipliné les dirigeants ; il a transféré le contrôle, d'une élite managériale « enracinée » à une élite managériale « financiarisée », soutenue par des cabinets de conseils et autres acteurs de la finance. Les actionnaires y gagnent lorsque les cours boursiers montent ; les salariés en font les frais, toujours.

La thèse la plus répandue cherchant à rendre compte de la multiplication des scandales financiers de poids lourds de la côte américaine pointe les défaillances du contrôle – particulièrement des auditeurs, analystes et administrateurs – par manque d'indépendance⁶. Cette interprétation de la crise a présidé à la rédaction de la loi Sarbanes-Oxley (juillet 2002), visant à juguler les

³ Le MEDAF (modèle d'évaluation des actifs financiers) a été développé dans les années 1960. Il permet de calculer la prime attendue par des investisseurs rationnels pour la détention d'actifs risqués (dont la volatilité est importante).

⁴ Si le taux d'intérêt est en dessous de k (le rendement du portefeuille diversifié du marché boursier) le levier d'endettement réduit le coût moyen pondéré du capital et accroît donc l'EVA (cf. équation ci-dessus).

⁵ L'Europe a également été touchée par des scandales de gestion, mais dans une beaucoup plus faible mesure. Ceci est à mettre en relation avec une financiarisation moins avancée de l'économie. On notera par ailleurs que les entreprises qui ont défrayé la chronique sont des entreprises qui sont entrées de plein pied dans le jeu des marchés de capitaux et de la croissance externe – qu'il s'agisse de Parmalat ou de France Télécom.

⁶ Coffee (2002) propose la version la plus aboutie de cette thèse.

comportements déviants⁷. Notre analyse prend à rebours cette interprétation : les défaillances du contrôle sont *consistantes* à un mode de gouvernance tout entier tourné vers la satisfaction de l'intérêt d'actionnaires recherchant avant tout la liquidité de leurs engagements. En d'autres termes, l'origine de la crise tient avant tout à la montée en puissance, depuis trois décennies, du modèle de la souveraineté actionnariale. Chercher à renforcer les dispositifs de contrôle pro-actionnariaux, c'est prendre l'effet pour la cause, au risque d'aggraver les dérives actuelles.

3. L'instabilité des marchés de capitaux

La création de valeur pour l'actionnaire est également un facteur de perturbation de l'évaluation boursière. La recherche systématique de profits en excès du rendement d'équilibre du marché, lorsqu'elle est validée dans les cours boursiers, nourrit des anticipations illusoires parce qu'impossibles à réaliser dans les résultats d'exploitation futurs. Il s'agit donc d'une bulle spéculative provoquée par la norme de gestion que les fonds d'investissement imposent, mais que l'élite financière détourne par les méthodes évoquées ci-dessus.

Les incitations aux excès boursiers induits par la valeur actionnariale rencontrent un terrain propice. En effet, le monde de l'évaluation des actifs est non-gaussian, contrairement aux hypothèses théoriques qui supposent que les marchés sont efficients. Autrement dit, les bourses sont attirées vers des mouvements extrêmes par leur propre dynamique endogène, bien plus souvent qu'elles ne le seraient si les cours suivaient une marche aléatoire. La raison se trouve dans la multiplicité des sources d'incertitude qui interfèrent dans la formation des prix des actifs. Ce ne sont pas seulement les profits futurs, mais aussi les composantes du taux d'actualisation (taux d'intérêt futurs et prime de risque) qui sont des variables incertaines. Pire, certaines sources d'incertitude, celles qui font varier la confiance que l'on a dans la liquidité des marchés, sont purement autoréférentielles. Elles rendent possibles des figures déroutantes qui se transforment de manière imprévisible : montées cumulatives des cours avec faible volatilité mais interrompues brutalement par l'effondrement des bulles, périodes de hausse violente de la volatilité sans que se dessine ni une tendance, ni une stabilisation, marasmes prolongés sans récupération des niveaux antérieurs.

Mais les plus grandes perturbations du point de vue de l'économie globale sont venues des liens étroits entre les marchés d'actions et les marchés de dettes. On a vu plus haut pourquoi l'endettement est un moyen puissant de satisfaire aux critères financiers de la valeur actionnariale. Or la qualité de l'endettement dépend de la valeur des actifs. Celle-ci est estimée à partir du prix des actions. Si donc le marché boursier est emporté par une bulle spéculative, elle-même nourrie par les opérations de croissance externe et de revente d'actifs financés par dettes, la qualité des dettes est illusoire. Elle repose, en effet, sur la fausse garantie d'actifs surévalués. Ainsi le processus qui conduit à évaluer les dettes à partir de la capitalisation boursière sous-estime les risques de crédit lorsque les marchés d'actions sont grossièrement surévalués. Il en résulte donc un

surendettement qui prolonge l'euphorie boursière et qui conduit à une crise financière lorsque la bulle boursière éclate. La fragilité des bilans des entreprises apparaît alors ; les tentatives pour restructurer les bilans (par exemple, par vente des actifs non stratégiques) renforcent la déflation financière, c'est-à-dire le mouvement de baisse du prix des actifs.

La déflation financière transmet des tendances récessives à toute l'économie : pressions sur les coûts reportées sur les salariés, coupure drastique de l'investissement déprimant la demande globale, hausse brutale des primes de risque entraînant une élévation générale de la préférence pour la liquidité. L'évolution macroéconomique dépend alors entièrement de la politique monétaire. De ce point de vue, la banque centrale des Etats-Unis a joué un rôle décisif, prévenant la déflation par une conduite, sur la période 2001-2002, de toute la courbe des taux d'intérêt à des niveaux extraordinairement bas. Un transfert massif de risque des entreprises sur les ménages s'est ainsi opéré, sauvegardant la profitabilité des sociétés.

L'instabilité des marchés boursiers, quelle que soit son origine, est un obstacle majeur pour la régulation du capitalisme financier. On a souligné le rôle de ces marchés dans la discipline censément exercée sur les dirigeants, via les OPA/OPE et les *stock-options*, or les distorsions des prix des actions, alimentées par ces dirigeants, conduisent nécessairement à des allocations inefficaces du capital. C'est ainsi que les fusions et acquisitions de la fin des années 1990 ont massivement détruit de la valeur pour les actionnaires, lorsque le retournement boursier a transformé le *goodwill* promis en pertes béantes à provisionner. C'est ainsi que les *stocks options* non comptabilisés en coûts d'exploitation ont été une pompe à drainer du *cash-flow* à l'avantage des seuls membres de l'élite financière.

4. La nature partenariale de l'entreprise

Tout comme le fordisme a trouvé ses limites sociales dans l'aspiration du salariat à une organisation du travail alternative et à une consommation plus diversifiée, les évolutions actuelles peuvent faire douter de la pérennité d'un capitalisme financier marqué par une déresponsabilisation croissante de la gestion des entreprises. En particulier, on peut s'interroger sur le caractère soutenable de la hausse des inégalités intra-firmes.

Notre analyse conduit logiquement à faire de l'entreprise et de sa gouvernance le cœur d'un mode de régulation qui, prenant acte des avancées de la finance de marché, permette au capitalisme de renouer avec le progrès social. Aussi l'entreprise doit-elle être considérée comme une des formes institutionnelles (structurelles) du capitalisme. Par ailleurs, et en rupture avec la conception contractuelle, une analyse économique non-normative de la création de richesse dans l'entreprise doit reconnaître le caractère collectif de ce processus. Celui-ci requiert une coordination des compétences spécifiques qui constituent l'entreprise. Cette coordination échappe, pour l'essentiel, à l'ordre contractuel (Favreau, 1989). Comme forme institutionnelle et lieu d'une coordination spécifique, l'entreprise est une entité autonome – et non un objet de propriété ou un nœud de contrats. Il convient, en conséquence, d'avoir une lecture radicalement différente, de celle des tenants de la souveraineté actionnariale, de la « séparation de la propriété et du contrôle » identifiée par Berle et Means (1932). Prenant acte de la perte de pouvoir des actionnaires, il faut considérer que ceux-ci ont, en quelque sorte, « échangé » le contrôle au profit de la liquidité. Ils ne

⁷. Outre un renforcement des peines en cas de déviations, les deux mesures phares de cette loi sont un plus strict encadrement des activités de l'audit et un accroissement de l'indépendance des administrateurs.

peuvent alors légitimement prétendre aux deux. À cet argument « moral » vient s'ajouter un argument d'efficacité. Ainsi que nous l'avons montré, la prétention d'une maîtrise souveraine couplée à la liquidité des engagements conduit nécessairement à une vacuité du contrôle et une déresponsabilisation de la gestion.

Si le pouvoir des dirigeants est inscrit dans la nécessité de la coordination, il doit avoir pour objet l'intérêt de l'entreprise, comme entité autonome. L'identification de cet intérêt constitue un débat juridique classique. Les défenseurs de la souveraineté actionnariale trouvent là un argument récurrent, en opposant au flou de cette notion la simplicité (donc la transparence) du commandement de maximisation de la valeur boursière. Nous proposons, *a contrario*, de rompre avec une définition substantielle de l'intérêt de l'entreprise, pour lui préférer une définition procédurale. C'est dans la délibération entre les différentes parties prenantes que peut et doit se définir cet intérêt..

Ce sont là les contours d'un modèle alternatif à la souveraineté actionnariale, reconnaissant le caractère éminemment politique de l'entreprise. On peut qualifier cette conception de l'entreprise de « partenariale ». Alors que le processus d'institutionnalisation du rapport salarial a permis, sous le régime fordiste, de fonder en pratique cette nature partenariale de l'entreprise, les garanties juridiques dont disposent aujourd'hui les salariés européens ne sont plus suffisantes, face à la montée en puissance de la finance de marché. L'actuelle vogue du thème de la responsabilité sociale des entreprises traduit la prégnance de cette appréciation chez nombre d'acteurs. En tant que pratique essentiellement volontaire de la part des entreprises, elle ne nous paraît cependant pas suffisante. C'est une réforme des structures internes des entreprises qu'il convient d'envisager.

Puisque la firme partenariale est un lieu de pouvoirs et de contre-pouvoirs en même temps qu'un lieu de coordination qui requiert la formation d'un intérêt collectif, le conseil d'administration change de nature par rapport à la firme « actionnariale ». Ce conseil ne saurait plus être en charge de la surveillance d'un intérêt défini *ex ante* (la valeur actionnariale), mais bien plutôt de la définition de cet intérêt et de l'élaboration des orientations générales de la stratégie de gestion, dans la délibération. Il faudrait donc que sa composition reflète la structure des intérêts portés par les compétences qui contribuent à l'efficacité économique de l'entreprise. L'ouverture du conseil aux salariés, en tant que salariés et non pas en tant qu'actionnaires, s'impose.

Ce changement dans la nature des missions du conseil d'administration modifie aussi la nature du contrôle. La conduite d'une entreprise est nécessairement moins opaque pour un conseil en charge de la définition des objectifs de gestion. En outre, la présence d'administrateurs salariés va dans le sens d'un conseil tout à la fois stratégique, définissant l'intérêt général, et disciplinaire. Les représentants des salariés ont en effet un statut dual, qui conjugue indépendance – leurs intérêts ne sauraient recouvrir ceux de la direction – et connaissance de l'entreprise. Ainsi pensée, l'indépendance ne rime plus avec l'extériorité. L'autorité du conseil d'administration peut et doit alors être distincte de celle de la direction exécutive de l'entreprise, notamment sa présidence et la maîtrise de son ordre du jour. De même, les comités de rémunération des dirigeants et d'audit interne doivent être soustraits au pouvoir des dirigeants exécutifs, et responsables devant le conseil. L'audit devrait développer un système d'alerte pour surveiller en temps réel la déviation des

performances vis-à-vis des objectifs de gestion. Tel pourrait être le contenu d'une gouvernance des entreprises inspirée d'un véritable renouveau de leur responsabilité sociale.

Bibliographie

- Berle A. et Means G., *The Modern Corporation and Private Property*, New York, Harcourt, Brace and World, 1932.
- Coffee J., « Understanding Enron: It's About the Gatekeepers, Stupid », *Columbia Law School Working Paper*, n°207, July, 2002.
- Favereau O., « Marchés internes, marchés externes », *Revue Economique*, vol. 40, n° 2, pp. 273-328, 1989.
- Hansmann H. et Kraakman R., « The End of History for Corporate Law », *Georgetown Law Journal*, vol. 89, pp. 439-68, 2001.
- Lordon F., « La création de valeur comme rhétorique et comme pratique. Généalogie et sociologie de la valeur actionnariale », *L'Année de la régulation*, vol. 4, Paris, La Découverte, pp. 117-167, 2000.
- Plihon D. (dir), *Rentabilité et risque dans le nouveau régime de croissance*, rapport du Commissariat général du Plan, Paris, La documentation française, 2002.
- Rebérioux A., « Les fondements microéconomiques de la valeur actionnariale. Une revue critique de la littérature », *Revue économique*, vol. 56, n°1, pp. 51-75, 2005.

PUBLICATIONS

La Lettre de la Régulation informe ici sur les publications (working papers, articles, ouvrages) qui lui sont signalées et concernent le programme de recherche de la régulation.

Amable B., Palombarini S., *L'économie politique n'est pas une science morale*, Raison d'agir, Paris, mars 2005.

Barrère Ch., Barthélémy D., Nieddu M., Vivien F-D. (éditeurs) *Réinventer le Patrimoine, de la culture à l'économie, une nouvelle pensée du patrimoine ?* L'Harmattan, Paris, 2005.

Graz J-C, *La gouvernance de la mondialisation*, La Découverte, Paris, 2004.

Peaucelle I., Konovalov P., *Esquisses de l'histoire russe du 20^{eme} siècle*, L'esprit économique Histoire Europe Russie, l'Harmattan, 208 p., Paris, février 2005.

ANNONCES DE COLLOQUES ET SEMINAIRES

COLLOQUE 2005
«SPINOZA et les SCIENCES SOCIALES»
Paris, Université de la Sorbonne
9h30-18h (entrée libre) Amphi Lefebvre

SAMEDI 9 AVRIL

(voir programme) http://www.upmf-grenoble.fr/repd/regulation/Journees_d'_etude/spinoza.html
contacts: citton+@pitt.edu, frédéric.lordon@cepremap.cnrs.fr

Ecole thématique CNRS - CIRAD - INRA
Analyse des changements institutionnels
Septembre 2005

Organisateurs : Gilles Allaire allaire@toulouse.inra.fr et bernard.billaudot@upmf-grenoble.fr

DU MERCREDI 14 AU SAMEDI 17 SEPTEMBRE 2005

**Appel à communications pour les ateliers
jusqu'à fin avril 2005**

**La thématique générale sera déclinée autour
de 4 axes :**

- Les théories institutionnalistes face aux changements institutionnels
- Institutions, structures et régulation
- Le changement dans les niveaux de régulation
- Le rôle du politique et du symbolique dans les changements institutionnels

SÉMINAIRE ARC2

CEPREMAP- GERME (PARIS VII)- IRIS (PARIS IX)
 CEPN/CNRS (PARIS XIII)- ADIS (PARIS XI)
 MATISSE (PARIS I)

LUNDI 17H (...ou 15H)

au CEPREMAP - 142 rue du Chevaleret - 75013
 (salle 410 - 4^{ème} étage)

(voir programme de la demi-journée et textes
 sur le site <http://www.arc2.org>)

- 4 avril - DEMI-JOURNÉE – 15h -19h30

"Sur la construction sociale des marchés"

INTERVENANTS : BENJAMIN CORIAT (PARIS XIII-CEPN) et OLIVER WEINSTEIN (PARIS XIII-CEPN), GIOVANNI DOSI (UNIV. PISA), SANDRO SAPIO (UNIV. PISA), DOMINIQUE SAGOT-DUVAUROUX (UNIV. D'ANGERS), NATHALIE MOUREAU (UNIV. DE MONTPELLIER I-III)

-18 avril – 17h- 19h30 (séance ordinaire)

L. BRESSER-PEREIRA (UNIV. SAO PAULO), " Une croissance tirée par l'épargne externe et la quasi stagnation du Brésil"

SÉMINAIRE HÉTÉRODOXIES DU MATISSE
vendredi 16h - 18h

à la MSE 106-112 bd de l'hôpital - 75013

contacts : C. Ramaux ramaux@univ-paris1.fr,

B.Tinel btinel@univ-paris1.fr,

C. Vercellone vercello@univ-paris1.fr

- 12 avril 2005

F. EYMARD-DUVERNAY (FORUM-UNIV. PARIS X)

" Salariat et conventions : de la valeur-travail aux institutions de valorisation du travail "

- 17 mai 2005

ANDRE ORLEAN (CEPREMAP-ENS)

" La sociologie économique et la question de l'unité des sciences du travail ".

- 31 mai 2005

GIOVANNI ARRIGHI (JOHNS HOPKINS UNIV. BALTIMORE US)

" The New Imperialism "

< INSTITUTIONS ET DEVELOPPEMENT >
le vendredi de 14 à 16 heures
 à la MSE 106-112 bd de l'hôpital - 75013
 (6^{ème} étage/salle des conférences)
<http://matisse.univ-paris1.fr>

- 22 Avril

Dollarisation en Amérique Centrale

JEAN FRANÇOIS PONSOT (LAURENTIAN UNIVERSITY, CANADA)
 " Dollarisation et Banque Centrale en Equateur ".

- 13 Mai

Interventions et discours de la Banque Mondiale en Afrique Subsaharienne

NADIR ALTINOK (IREDU)
 " la Banque Mondiale et l'éducation en Afrique Subsaharienne ".

Vient de paraître

L'Année de la régulation
 n°8, 2004 - 2005

Economie, Institutions, Pouvoirs,
 Presses de Sciences PO

La Mondialisation

Idées et espaces

(voir sommaire) http://www.upmf-grenoble.fr/irepd/regulation/Annee_regression/AR8-2005_couverture.pdf

**ASSOCIATION
RECHERCHE & REGULATION**

Voir compte-rendu de l'assemblée générale,
 qui s'est tenue le 20 janvier 2005,
 sur le site www.theorie-regulation.org

Adhérez à l'association

« RECHERCHE & REGULATION »

Pour l'année 2004, le montant de la cotisation a été fixée à **40 €** et à **16 €** pour les étudiants. Cette adhésion donne droit au vol. 8 de **L'Année de la régulation**.

chèque libellé au nom de l'association

“ Recherche & Régulation ”

à adresser, au trésorier :

Pascal PETIT

142 rue du Chevaleret - 75013 PARIS

<http://www.theorie-regulation.org>