



LA PRIMAUTÉ DES INTÉRÊTS DE L'ACTIONNAIRE PEUT-ELLE ÊTRE ÉRIGÉE EN NORME MONDIALE ? ÉTHIQUE ET GOUVERNEMENT D'ENTREPRISE

MASARU YOSHIMORI*

L'objet du présent article est d'essayer de comparer, d'un point de vue éthique, les parties prenantes prépondérantes (*stakeholder*) dans les entreprises de cinq pays industrialisés : le Japon, la France, l'Allemagne, le Royaume-Uni et les États-Unis. L'éthique renvoie ici aux questions de bien et de mal, d'équité et de justice, l'éthique d'entreprise se rapportant, pour sa part, à ces mêmes questions telles qu'elles se posent à l'entreprise¹. Le propre de l'éthique est de déterminer les normes comportementales, normes qui vont bien au-delà des lois qui constituent des critères *minima* pour déterminer ce qui est autorisé et ce qui ne l'est pas.

Le gouvernement d'entreprise est défini comme un ensemble de réponses aux trois questions suivantes :

1 - Quelle est la partie prenante prépondérante à laquelle on donnera la priorité lors de l'attribution des rémunérations et du pouvoir de contrôler les dirigeants ? Quels sont les critères utilisés afin de déterminer qui est la partie prenante prépondérante ?

2 - Quelles devraient être les règles et les structures organisationnelles permettant de contrôler les dirigeants ?

3 - Comment motiver les dirigeants afin qu'ils donnent toute la mesure de leur talent d'entrepreneur ?

L'article s'attachera plus particulièrement à la première question relative à la partie prenante prépondérante dans l'entreprise et ce, pour trois raisons : la définition de la partie prenante prépondérante est d'abord la question fondamentale qui détermine le régime de gouvernement d'entreprise ; en second lieu, c'est sur ce terrain que les considérations éthiques jouent un rôle décisif ; enfin, la légitimité de la principale partie prenante est essentielle pour le gouvernement d'entreprise. Faute d'un large consensus sur ce point, il est difficile d'établir une cohésion et une coopération entre les différentes parties prenantes.

L'une des définitions de la partie prenante la plus couramment citées est celle de R.E. Freeman. Selon lui, une partie prenante, dans une organisation, est constituée par tout groupe ou individu pouvant influencer ou être affecté par la réalisation des objectifs de cette organisation.² Dans cet article, nous définirons la partie prenante de manière restrictive, comme tout groupe ou individu dont les intérêts sont étroitement identifiés à la survie et la

* Faculté d'administration des entreprises, Université nationale de Yokohama, Japon.

prospérité de l'entreprise. Cette définition fait plus particulièrement référence aux parties durablement impliquées comme les salariés, les dirigeants, les actionnaires de longue date ou de référence, mais aussi les banques, les fournisseurs et les clients avec lesquels l'entreprise est durablement engagée dans l'essentiel de leurs transactions. Ces parties prenantes sont caractérisées par l'interdépendance quantitative importante et durable qui les lie à l'entreprise. C'est pour cette raison que les actionnaires occasionnels, les opérateurs de marché, les investisseurs, les spéculateurs, les banques, les fournisseurs et les clients, dont la survie et la prospérité ne dépendent pas de l'entreprise, ne comptent pas parmi les parties prenantes. Néanmoins, il est important de ne pas négliger leurs intérêts.

DEUX CONCEPTIONS CONTRASTÉES DE LA FIRME

Aux Etats-Unis, selon Allen, deux courants de pensée apparemment incompatibles ont émergé : l'un privilégie une conception de l'entreprise fondée sur la propriété, l'autre une approche reposant sur la notion d'entité sociale. Selon le premier courant, la finalité de l'entreprise est de valoriser les intérêts de ses actionnaires. Le second courant assimile la firme non à la propriété privée de l'entreprise, mais à une institution sociale visant à satisfaire les intérêts de l'ensemble de ses parties prenantes³.

La primauté de l'actionnaire dans la firme aux Etats-Unis et au Royaume-Uni

En 1919, la Cour suprême du Michigan a donné une reconnaissance juridique de la conception actionnariale de la firme.

Cette décision a été rendue à l'occasion des poursuites lancées par les frères Dodge contre Henry Ford. Le fondateur de Ford Motor Company avait réinvesti 58 millions de dollars de bénéfices après avoir déboursé 1,2 million pour agrandir les usines de production, afin de pouvoir construire des voitures de bonne qualité et bon marché et créer des emplois. Les frères Dodge, qui étaient alors actionnaires minoritaires de la Ford Motor Company, lancèrent des poursuites contre Henry Ford en l'accusant de ne pas avoir respecté les intérêts des actionnaires. La Cour suprême rendit l'arrêt suivant : « L'organisation et le fonctionnement d'une société commerciale doivent se faire d'abord au profit de ses actionnaires. Les pouvoirs des administrateurs doivent être employés à cette fin »⁴.

Jusqu'à aujourd'hui, cette conception actionnariale est restée le paradigme dominant aux Etats-Unis. La croissance économique prolongée des Etats-Unis et l'activisme actionnarial, dont ont fait preuve à l'échelle mondiale leurs investisseurs institutionnels aux moyens importants, ont déclenché un mouvement de sensibilisation à la notion de valeur actionnariale.

Au Royaume-Uni, un rapport commandé par le gouvernement britannique sur les obstacles aux offres publiques d'achat en Europe Continentale, notamment en France et en Allemagne, conclut : « Il n'y a qu'au Royaume-Uni que les dirigeants d'entreprise ont des devoirs clairement définis envers leurs actionnaires.

Dans tous les autres pays que nous avons étudiés, nous avons pu constater un engagement des dirigeants à agir dans l'intérêt de la continuité de l'entreprise..., tenant ainsi compte des intérêts de toutes les parties prenantes, et non de ceux des seuls actionnaires »⁵.

La place de partie prenante prépondérante attribuée à l'actionnaire aux Etats-Unis et au Royaume-Uni, repose essentiellement sur deux logiques : la propriété privée et le risque qui lui est associé.



Les actionnaires en tant que seuls propriétaires de la firme

Nul n'a défendu la primauté de l'actionnaire avec autant de fermeté qu'Alfred Rappaport, qui dit que « dans une économie de marché qui reconnaît le droit de propriété privée, le seul devoir social de l'entreprise est de créer de la valeur actionnariale, ce qu'elle doit faire légalement et avec intégrité »⁶.

L'actionnaire en tant que seul « créancier résiduel »

Le prolongement logique de la conception de l'actionnaire en tant que propriétaire de l'entreprise, de « créancier résiduel », est qu'il est la seule partie prenante courant le risque de ne pas recevoir le retour attendu de son investissement, voire de perdre tout son investissement si l'entreprise fait faillite. Dans son livre, Alfred P. Sloan, le PDG de General Motors, à l'origine de stratégies organisationnelles et commerciales révolutionnaires à la fin des années 1920 qui permirent à General Motors de remplacer Ford à la tête du marché automobile, affirmait que « l'indicateur de la valeur d'une entreprise... n'est pas seulement la croissance de son chiffre d'affaires ou de ses actifs, mais la rentabilité de l'investissement des actionnaires, étant donné que ce sont leurs capitaux qui sont en jeu et que leur intérêt primordial veut que la société soit gérée selon les principes propres à l'entreprise privée »⁷.

Dans ce cadre, l'actionnaire est généralement désigné comme le seul créancier résiduel destiné à supporter le risque en dernier ressort.

L'entreprise, entité sociale au Japon, en France et en Allemagne

Malgré leurs différences historiques et

socioculturelles, ces trois pays partagent le modèle de la firme en tant qu'entité sociale. Depuis le début des années 1990, tous subissent l'assaut de plus en plus vigoureux du modèle anglo-saxon fondé sur le principe de la valeur actionnariale.

Japon

Tout comme en France et en Allemagne, le débat sur la place de l'actionnaire en tant que partie prenante prépondérante se poursuit. L'une des déclarations les plus récentes sur l'importance accordée dans la tradition japonaise à la sécurité de l'emploi, émane de M. Okuda, PDG de Toyota. Dans un article plutôt provocateur, intitulé « Patrons ! si vous licenciez vos salariés, faites-vous hara-kiri », il critique sévèrement l'attitude de certains dirigeants d'entreprise japonais, qui n'hésitent pas, au nom de la création de valeur actionnariale, à se débarrasser de leurs salariés ; il la qualifie de « vision bornée, dominée par la logique des marchés boursiers ». M. Okuda pense qu'une politique d'emploi à long terme s'accorde bien avec la mentalité japonaise, qui privilégie la stabilité et le travail d'équipe⁸. Sa vision de l'entreprise, centrée sur le salarié, est d'autant plus significative et représentative du courant idéologique dominant au Japon, qu'il est président du Nikkeiren, la Fédération des associations d'employeurs du Japon, organisation représentant des grandes entreprises pour la définition des relations professionnelles et sociales avec les pouvoirs publics.

Dans le même numéro de ce mensuel, M. Miyauchi, PDG de Orix, importante société de location d'équipement, a écrit un article allant à l'encontre de la vision de M. Okuda, intitulé « La sécurité de l'emploi à tout prix, c'est la route du Titanic ». M. Miyauchi souligne que si une entreprise garde des salariés dont elle n'a plus besoin, elle va droit au naufrage, comme le Titanic et ce, quelle que soit sa rentabilité.

Il évite lui-même une telle situation en embauchant des femmes, qui quittent l'entreprise beaucoup plus tôt que les hommes pour cause de mariage, d'accouchement, de mutation du conjoint, etc. Il pense également que les PDG devraient conserver leurs postes au moins dix ans, au lieu de quatre comme le fixe le cadre légal, afin qu'ils aient une vue à long terme, permettant de tolérer au maximum deux erreurs de leurs salariés. Il considère que diriger une entreprise c'est avant tout prendre des risques, mais que l'on ne peut évaluer un bon ou un mauvais risque tant que l'on n'a pas innové. Aussi, poursuit-il, on ne doit pas être trop prompt à abandonner une activité et à punir celui qui a pris le risque. Dans son article, il n'emploie jamais les termes de valeur actionnariale ou d'intérêts de l'actionnaire. Fondamentalement, les points de vue de MM. Miyauchi et Okuda ne sont pas si éloignés, dans la mesure où tous les deux prônent une vision à long terme de la gestion de l'entreprise.

France

La conception traditionnelle française de la firme en tant qu'institution sociale, est bien illustrée par le premier rapport Viénot, qui est la synthèse d'un travail réalisé en collaboration par treize PDG de grandes entreprises. Ils affirment qu'en Europe Continentale, et singulièrement en France, on fait primer l'intérêt social de l'entreprise. Selon ce rapport, l'intérêt social correspond à l'intérêt supérieur de l'entreprise considérée comme une entité économique autonome poursuivant ses propres objectifs, qui sont différents de ceux de parties prenantes spécifiques comme les salariés, les créanciers ou l'administration fiscale. L'intérêt social de l'entreprise est d'assurer sa prospérité et sa continuité, conformément à l'intérêt général commun des parties prenantes⁹. Dans cette même optique, Louis

Schweitzer, PDG de Renault, affirme être beaucoup plus en phase avec la conception française de l'entreprise en termes de « société de parties prenantes » plutôt qu'avec la « société d'actionnaires »¹⁰. La spécificité du cas français est illustrée par les trois grandes vagues de nationalisation de grandes entreprises : en 1936, dans la foulée du Front populaire, en 1945, puis en 1982, après la victoire des socialistes à l'élection présidentielle de l'année précédente.

En 1982, après des déficits records du commerce extérieur et une crise économique généralisée, le pragmatisme a poussé le gouvernement socialiste à se départir de sa politique anticapitaliste et à privilégier les profits privés, l'industrie et l'entreprise. Poussée par l'intensification de la concurrence intra-européenne après la mise en place du Marché unique en 1993, par la monnaie unique dont la mise en circulation est prévue en 2002, et par les pressions de plus en plus fortes des investisseurs institutionnels anglo-saxons, la France s'est rapprochée du capitalisme anglo-saxon, plus sensiblement et avec plus de détermination que l'Allemagne et le Japon.

Allemagne

L'Allemagne et la France partagent la même conception de l'entreprise en tant qu'institution sociale. Ellen Schneider-Lenné, un dirigeant de la Deutsche Bank, souligne que : « L'objectif des sociétés allemandes... ne s'arrête pas à la maximisation de la rentabilité de l'investissement. Leur philosophie est fondée sur les intérêts de l'entreprise en tant qu'entité, un concept essentiel de la culture d'entreprise allemande »¹¹.

Le Prof. Dr. Horst Albach, universitaire spécialisé dans le domaine de la gestion, qui a également été membre du conseil de surveillance de plusieurs grandes entreprises, reprend à son compte ce point



de vue, en indiquant que les dirigeants d'entreprise allemands souhaitent maximiser les intérêts communs aux diverses parties prenantes, en tenant compte équitablement de ces dernières lors des prises de décision¹².

Des cinq pays étudiés, l'Allemagne est celui où la conception de l'entreprise est la plus fortement institutionnalisée à travers le système de co-gestion, tant au niveau du conseil de surveillance qu'au niveau de l'usine. La Constitution allemande stipule aussi, dans son article 14-2, que l'exercice du droit de propriété privée doit aller de pair avec le souci de l'intérêt général. Cette disposition inspirée par la Constitution de Weimar, a servi de fondement à la confirmation de la Loi sur la co-gestion de 1976 par la Cour constitutionnelle fédérale, lors des poursuites engagées par les fédérations de grandes entreprises pour violation présumée du droit constitutionnel de propriété privée.

CRITIQUE DU CONCEPT ANGLO-AMÉRICAIN DE PRIMAUTÉ DE L'ACTIONNAIRE D'UN POINT DE VUE ÉTHIQUE

Les critères permettant de déterminer la partie prenante prépondérante sont de trois ordres :

- l'équité : toutes les parties prenantes obtiennent des rémunérations ainsi qu'un pouvoir de contrôle dans leurs relations avec l'entreprise, tout en assumant en contrepartie une partie des risques. Il est important qu'il y ait un équilibre entre risques et rémunérations pour chaque catégorie de parties prenantes. C'est aux parties prenantes courant les risques les plus importants, qu'on doit accorder la priorité tant dans la répartition des rémunérations

que du contrôle des dirigeants ;

- la contribution à la performance : l'importance de la contribution de chacune des parties est variable. L'éthique voudrait que celle qui a apporté la plus grande contribution, se voit accorder le statut de partie prenante prépondérante tant pour contrôler les dirigeants que pour recevoir la rémunération correspondante ;

- la rareté des ressources : la rareté relative des ressources apportées par les différentes parties prenantes, détermine également le choix de la partie prenante prépondérante. Le bon sens voudrait que la partie dotée des ressources les plus rares soit privilégiée en termes de rémunération et de contrôle des dirigeants.

Tous les actionnaires doivent-ils bénéficier du même traitement ?

Du point de vue juridique, il est possible qu'Alfred Rappaport ait raison. Mais, comme nous l'avons souligné plus haut, l'éthique va au-delà des dispositions juridiques et elle nous dit qu'il n'est pas très équitable de ne faire aucune différence entre les actionnaires stables, qui détiennent d'importants blocs d'actions et encourrent donc proportionnellement plus de risques, et les investisseurs qui ne gardent les actions que quelques mois, voire une journée, afin de réaliser des profits à court terme. La disposition légale française, qui consiste à permettre aux sociétés cotées, d'attribuer des droits de vote multiples aux actionnaires détenant des actions depuis plus de deux ans, constitue certainement une solution sensée.

La question est de savoir s'il est juste qu'une entreprise sacrifie des employés ayant 10 ou 20 ans d'ancienneté au bénéfice de spéculateurs ou d'investisseurs à court terme. Les répercussions négatives sur le moral des salariés ne sont pas difficiles à imaginer. Il est naturel qu'ils se considèrent comme un simple outil au service

des intérêts des actionnaires. Ce sentiment est même partagé par certains dirigeants américains. C'est ainsi que le président de Champion Corporation se demande à quel titre des investisseurs, qui ne détiennent les actions de son entreprise que quelques heures, auraient le droit d'en décider la destinée. Si la loi le permet, c'est que quelque chose ne va pas¹³.

L'actionnaire est-il le seul à prendre des risques ?

Derrière l'affirmation que l'actionnaire est le seul à prendre des risques, il y a l'idée que les autres parties prenantes, comme les salariés, les fournisseurs et les banques, sont assurées par contrat du paiement du travail, des biens et des services qu'ils fournissent. Ils ne sont donc pas confrontés au risque de ne pas être payés pour leurs prestations.

D'un point de vue éthique, il est cependant peu convaincant de considérer l'actionnaire comme étant le seul à prendre des risques. Premièrement, les actionnaires peuvent diversifier les risques beaucoup plus facilement en composant soigneusement leur portefeuille d'actions d'entreprises situées dans différents domaines d'activités et se trouvant à des stades de développement différents. Deuxièmement, les salariés et les fournisseurs risquent, à tout moment, de voir leur relation avec l'entreprise s'interrompre, et ce risque n'est pas rémunéré en période de récession.

Les actionnaires apportent-ils la plus grande contribution à la performance de la firme ?

Non, et ce pour au moins deux raisons. D'une part, la fonction première des actionnaires est d'apporter à l'entreprise des fonds propres lui permettant de dévelop-

per ses activités. Mais ce sont les efforts combinés de la direction, des salariés et des fournisseurs qui permettent d'obtenir une rentabilité des investissements satisfaisante aux yeux des actionnaires. L'entreprise peut obtenir les capitaux propres nécessaires sur le marché financier d'autant plus facilement, c'est-à-dire à moindre coût, que sa rentabilité actuelle et anticipée est élevée. Autrement dit, les actionnaires investissent dans une entreprise seulement s'ils sont convaincus de la rentabilité à court et moyen terme de leur investissement. Ils n'améliorent pas les performances de l'entreprise mais se contentent d'en recueillir les fruits produits notamment par les ressources humaines.

D'autre part, ces ressources humaines constituent un capital pour l'entreprise ; elles apportent un savoir-faire, des compétences, des informations et de l'expérience spécifiques à l'entreprise. L'accumulation d'un tel capital humain nécessite des années de pratique, un apport personnel en énergie et en temps, un effort personnel de développement et une formation organisée par l'entreprise, etc. A l'heure des nouvelles technologies de l'information, la part des actifs corporels perd de l'importance, au profit de celle des actifs incorporels tels que les brevets, les marques, le service et la capacité d'innovation qui deviennent des avantages compétitifs déterminants. Margaret Blair souligne que l'industrie américaine est de plus en plus axée sur la technologie et les services. Elle estime que la part des immobilisations - terrains et immobilisations productives - qui s'élevait en 1982 à 62,3 % dans le secteur manufacturier et les industries extractives, n'est plus que de 37,9 % en 1991¹⁴.

Enfin, étant donné la structure financière actuelle des grandes entreprises des cinq pays étudiés, la plupart d'entre elles peuvent couvrir leurs besoins financiers grâce à leur capacité d'autofinancement, sans dépendre d'un apport de fonds propres externes. Ainsi, une entreprise



familiale comme Robert Bosch a pu devenir l'une des plus grandes entreprises mondiales de pièces détachées automobiles, avec 190 000 salariés et un volume de ventes de 50 milliards DM en 1998, sans s'introduire en Bourse et en conservant la forme juridique d'une GmbH, c'est-à-dire d'une SARL. En limitant leur croissance à un niveau compatible avec leur autofinancement, les entreprises ne dépendent pas du marché financier ; c'est ce que font de nombreuses entreprises familiales en France ou en Allemagne. La plupart des dirigeants industriels allemands n'acceptent pas le principe de la primauté des actionnaires. Selon M. Mohn, propriétaire et directeur de l'une des principales entreprises spécialisées dans les médias, le capital n'est pas le plus important facteur de réussite. Il souligne que l'identification des employés à l'entreprise est le facteur essentiel pour réussir à l'heure actuelle¹⁵.

Aux Etats-Unis, les dirigeants d'entreprise appliquent-ils le principe de la primauté des actionnaires ?

La réponse est clairement non.

Premièrement, Jay Lorsch, de la Harvard Business School, est arrivé à une conclusion surprenante, après avoir fait remplir un questionnaire à 900 patrons américains et interrogé 80 d'entre eux. « Seule une minorité » de dirigeants adhère, sans réticence, à l'idée de la primauté des actionnaires. Il conclut que la majorité des dirigeants actuels souscrivent déjà à l'évolution inscrite dans les modifications intervenues dans les lois sur les sociétés, c'est-à-dire la prise en compte des intérêts à long terme de l'entreprise et des diverses parties prenantes¹⁶.

Deuxièmement, les conclusions de Jay Lorsch sont corroborées par l'apparition de nombreuses tactiques anti-OPA telles

que les parachutes dorés, de conseils d'administration renouvelables par tranches, de règles de vote à la majorité qualifiée, ou de la possibilité pour des actionnaires anticipant une OPA d'acheter des actions supplémentaires à un prix inférieur à celui du marché... Ces mesures privent les actionnaires d'une plus-value potentielle de 30 ou 40 %, voire plus si l'entreprise, présente dans leur portefeuille, fait l'objet d'une tentative d'OPA hostile. Il n'est pas surprenant que des investisseurs institutionnels, tels que CalPERS, exigent la suppression de telles mesures.

Troisièmement et surtout, à la fin des années 1980, les dirigeants d'entreprises américains ont fait pression sur les milieux politiques locaux, afin d'introduire dans le droit des sociétés des différents Etats, les dispositions anti-OPA ou la clause prenant en compte les intérêts des parties prenantes¹⁷. Outre les pilules empoisonnées et les dispositifs anti-prédateurs, ils voulaient, en effet, davantage de protection contre les OPA hostiles (mais amicales, du point de vue des actionnaires...). Suite à ces pressions, les législations de la plupart des Etats ont autorisé les dirigeants des entreprises cibles à prendre en compte, non seulement les intérêts des actionnaires, mais également ceux des autres parties prenantes.

En fin de compte, la plupart des dirigeants d'entreprise américains ne sont pas convaincus de la validité du principe de primauté des actionnaires, qu'ils estiment de fait contraire aux propres intérêts de ces derniers, quelles que soient leurs intentions.

La primauté des actionnaires est-elle acceptée par la société américaine ?

Non. Un sondage, réalisé par Louis Harris Associates en février 1996 auprès de 1004 citoyens américains, a révélé que 5 % d'entre eux seulement étaient d'ac-

cord pour que le seul objectif de l'entreprise américaine soit d'obtenir une rentabilité maximale pour les actionnaires. A une majorité écrasante de 95 %, les personnes interrogées pensaient que l'entreprise devait avoir plusieurs objectifs et partager ses profits avec ses salariés et l'ensemble de la communauté, puisque ces derniers contribuent également à leur réalisation. Ce qui est particulier aux Etats-Unis, c'est que depuis la fameuse décision de la Cour suprême du Michigan en 1919, la thèse de la primauté des actionnaires n'a cessé d'être contestée. M. Worst va jusqu'à remettre en cause l'élection des administrateurs par les actionnaires, dans la mesure où beaucoup d'entre eux n'ont pas d'intérêts stables dans l'entreprise¹⁸.

L'objectif de valeur actionnariale améliore-t-il la rentabilité de l'investissement des actionnaires ?

Si l'on fait abstraction des considérations éthiques, la rentabilité de l'investissement actionnarial, sur le marché financier américain, n'a pas été extraordinaire dans les années 1980, et même dans les années 1990, comparé à celui des principales autres économies et ce, malgré la tendance des Américains à mettre sans cesse en avant le concept de valeur actionnariale.

Le tableau n° 1 ci-dessous montre que, sur 12 marchés boursiers nationaux, les marchés américains se sont classés, entre 1971 et 1982, à l'antépénultième rang, en termes de rentabilité actionnariale.

Tableau n° 1
Rentabilité de l'investissement actionnarial (1971-1982)

Taux de rentabilité moyen (moyenne géométrique) : dividendes + plus-value

	En monnaie nationale %	En SEU %
Singapour	16,04	18,93
Japon	14,01	16,03
Hong Kong	13,32	12,26
Canada	11,81	10,22
Royaume-Uni	11,02	8,14
Pays-Bas	10,72	12,26
France	8,35	6,47
Australie	7,05	5,56
RFA	6,95	9,87
Etats-Unis	6,95	6,95
Italie	4,73	0,57
Suisse	2,45	8,78

Sources : New Japan Securities Research Institute, Pamphlet, Tokyo, février, 1984, p.42, cité in J. Abegglen et al., Kaisha, the Japanese Corporation, 1985, p.174.

Le tableau comparatif ci-dessous indique, sur la période 1973-1995, que les États-Unis ne précèdent que très légèrement l'Allemagne et sont devancés par la France ; or, ces deux pays n'accordent pas autant d'importance que les États-Unis à la valeur actionnariale. Pour des raisons évidentes, le Japon arrive en dernière position, résultat qui n'est pas tant dû à la

le courant dominant aux États-Unis s'accordait à penser que les intérêts des actionnaires favorisaient la myopie, ce qui affaiblissait la compétitivité américaine sur le marché mondial. L'incapacité de l'industrie automobile américaine à s'appuyer sur le segment des petites voitures, la perte de sa place de leader mondial de l'industrie de la machine-outil, la faible produc-

Tableau n° 2
Rentabilité de l'investissement actionnarial (1973-1995)

	réel	nominal	SEU
Etats-Unis	5,4	11,0	11,0
Japon	3,3	12,4	10,0
Allemagne	5,1	11,9	10,4
France	6,2	12,9	10,2
Royaume-Uni	6,6	13,1	11,8
Italie	2,6	8,6	7,0

rentabilité = (dividendes + plus-value...) ÷ investissement x 100

réel = corrigé de la hausse des prix

nominal = non corrigé

SEU = converti en dollars des États-Unis

Sources : Didier Maillard, Comparaison de la performance des actifs financiers des principaux pays industrialisés, 1973-1995, Conjoncture Paribas, avril 1996, reproduit dans Problèmes Economiques, 26 juin 1996, pp.1-6

défaillance du système de gouvernement d'entreprise, qu'à la corruption et à l'incompétence de l'administration et des autorités de tutelle qui n'ont pas su prendre les mesures permettant de remédier à temps au phénomène de bulle spéculative qui s'est emparé de l'économie à la fin des années 1980.

Le principe de la valeur actionnariale a-t-il permis à l'industrie américaine d'être plus compétitive ?

A nouveau la réponse est non, au moins pour les années 1980 et pour une partie des secteurs stratégiques. A cette période,

tivité de l'industrie sidérurgique et son protectionnisme qui durait depuis 1965, l'échec face au Japon dans la course à la commercialisation du magnétoscope... ne sont que quelques exemples parmi tant d'autres pour illustrer les défauts imputés à la prédominance des actionnaires sur la scène des entreprises aux États-Unis. Dès le début des années 1980 et pendant une bonne partie de la décennie 1990, on a reproché aux dirigeants cet acharnement à vouloir maximiser la richesse des actionnaires. Selon un professeur de la Harvard Business School¹⁹, cette « domination incontestée qui l'emporte sur les autres objectifs de l'entreprise nous désavantage par rapport à la concurrence étrangère, qui se focalise principalement sur les mar-

chés des biens... car les dirigeants américains s'imposent dans leurs décisions d'investissement des normes de rentabilité plus élevées que leurs homologues allemands ou japonais ». Se faisant l'écho de ce professeur dans un article de 1992, Michael Porter affirme : « le système américain accorde une importance primordiale aux objectifs des actionnaires qui ne visent qu'une appréciation à court terme de leurs actions, même au détriment des performances à long terme des entreprises américaines ».

FAUT-IL PRENDRE AU SÉRIEUX LE CONCEPT DE VALEUR ACTIONNARIALE ?

De nombreux observateurs américains ont parlé des capitalismes japonais, français et allemand en des termes négatifs et affectifs, les qualifiant de « capitalisme douillet » ou de « capitalisme de copinage ». Il est vrai que les grandes entreprises de ces trois pays se protègent contre les prédateurs éventuels, grâce, soit à des participations croisées accompagnées d'échanges d'administrateurs, soit à l'existence d'actionnaires dominants, souvent avec l'aide de banques. Les dirigeants américains poursuivent exactement les mêmes objectifs d'autodéfense, en usant de pilules empoisonnées, de dispositifs anti-prédateurs ou de lois anti-OPA, comme nous l'avons déjà vu. Mais, on peut se demander si l'insistance des Américains sur la valeur actionnariale ne cache pas autre chose. La primauté des actionnaires résulte du développement très avancé des marchés financiers aux Etats-Unis et au Royaume-Uni. C'est le paradigme mis en avant par des institutions dont le seul souci est d'améliorer

la rentabilité des placements de leurs clients : régimes publics de retraite, gestionnaires de fonds commun de placement, banques d'investissement. Or, ce paradigme n'est pertinent que pour un segment limité d'institutions financières, et non pas pour l'industrie de transformation et les entreprises de services non financiers, secteurs dans lesquels les investissements ont tendance à s'inscrire dans le long terme. Dans ces conditions, la primauté des actionnaires n'a pas de valeur universelle.

La primauté des actionnaires est également un concept associé au XIX^{ème} siècle, alors que les chefs d'entreprise détenaient la majeure partie des actions et géraient eux-mêmes leurs entreprises. Comme ils avaient les intérêts les plus importants dans l'entreprise, et couraient donc le plus de risques, leur richesse personnelle était étroitement liée à la valeur de l'entreprise ; en conséquence, il semble juste qu'ils aient été les principales parties prenantes. Dans la plupart des pays industrialisés, le droit des sociétés repose encore sur l'organisation de la structure de propriété du siècle dernier, bien qu'elle ait fondamentalement changé, comme l'avaient déjà souligné Berle et Means il y a 70 ans. Pour toutes ces raisons, la conception de l'entreprise centrée sur l'actionnaire correspond à un « modèle primitif de la firme » selon Margaret Blair,²⁰ et à un « capitalisme de l'âge de pierre » selon un ancien dirigeant de Hoechst²¹. Mais, pour être juste avec le principe anglo-saxon de la valeur actionnariale, il faut insister sur la supériorité du marché financier pour surveiller et contrôler les dirigeants. Sur ce point, nous autres Japonais, Français et Allemands avons certainement encore beaucoup à apprendre.

*NOTES*

1. Carrol, 1993, p. 22.
2. Freeman, 1984, In Carrol, 1993, p. 60.
3. Allen, 1992.
4. *ibid.*
5. House of Commons (Chambre des communes), 1990, p.2.
6. Rappaport, 1990.
7. Sloan, 1962, p.245.
8. Okuda Hiroshi. Keleisha Yo, Kubikiri surunara Seppuku seyo. (Patrons ! si vous licenciez vos salariés, faites-vous hara-kiri), *Bungeishunju*, oct. 1999, pp.152-162.
9. CNPF et AFEP, 1995, p.9.
10. Schweitzer, 1996.
11. Schneider-Lenné, 1992.
12. Albach, 1994.
13. Business Week, 18 mai 1987.
14. Blair, pp.234-238.
15. Mohn, 2000, pp.30-34.
16. Lorsch, 1989 p.39, p.54.
17. Useem, 1996, p.29.
18. Lorsch, 1989, p.53.
19. Ellsworth, 1985.
20. Blair, 1995, p.232.
21. Kreidte, 5 avril 1998, p.21.

BIBLIOGRAPHIE

- Albach Horst., Wertewandel deutscher Manager, in Horst Albach, *Werte und Unternehmensziele im Wandel der Zeit*, 1994, pp.1-25.
- ALLEN W.T., *Our Schizophrenic Conception of the Business Corporation*, Cardozo Law Review, Vol.14, No.261, 1992, pp.261-281.
- BLAIR M., *Ownership and Control*, 1995.
- CARROL A.B., *Business and Society*, 1993.
- ELLSWORTH R., *Capital Markets and Competitive Decline*, Harvard Business Review, Sept.-Oct. 1985.
- FREEMAN R.E., *Strategic Management : A Stakeholder Approach*, 1984.
- HAYES R.H. et Abernathy W.J., *Managing Our Way into Economic Decline*, Harvard Business Review, juillet-août 1980.
- House of Commons, *Effect of Bangeman Proosals on Barriers to Takeovers in the European Community*, 1990.
- KREIDTE V., *Der Tagesspiegel*, 5. avril 1998 S.24.
- LORSCH J.W., *Pawns and Potentates*, 1989.
- MAILLARD D., *Comparaison de la performance des actifs financiers des principaux pays industrialisés, 1973-1995*, Conjoncture Paribas, avril 1996.
- MOHN R., *Kapital ist nicht alles*, Capital, 9. 2000, pp.30-34.
- PORTER M., *Capital Disadvantages : America's Falling Capital Investment System*, Harvard Business Review, Sept.-Oct. 1992.
- PRAHALAD C.K., *Corporate Governance or Corporate Value Added : Rethinking The Primacy of Shareholder Value*, Journal of Applied Corporate Finance, Été 1993.
- Rappaport A., *Let's Let Business Be Business*, New York Times, 4 fév., 1990, p.F4.
- Rapport Viénot, CNPF et AFEP, *Le Conseil d'administration des Sociétés cotées*, 1995.
- SCHNEIDER LENNÉ E., *Corporate Control in Gemany*, Oxford Review of Economic Policy, Vol.8, No.3, 1992, pp.11-23.
- SCHWEITZER L., *L'intérêt social de l'entreprise va au-delà de la somme des intérêts liés à chaque action*, Revue française de gestion, nov.-déc. 1996, pp.102-104.
- SLOAN A.P., *My Years With General Motors*, 1962, p.245.
- USEEM M., *Investor Capitalism*, 1996.

