

Gouvernance d'entreprise et actionnariat des salariés : une approche conceptuelle¹

Thierry Poulain-Rehm

Maître de conférences à l'Université Montesquieu-Bordeaux IV

Résumé : L'actionnariat des salariés est au cœur du débat sur la gouvernance d'entreprise, dont il accompagne la mutation actuelle. Dans le cadre d'une gouvernance actionnariale, faisant primer les intérêts des actionnaires dans le processus de prise de décision stratégique, l'actionnariat des dirigeants s'inscrit dans une perspective d'alignement des intérêts dirigeants/actionnaires. Dans le cadre d'une gouvernance partenariale, où sont pris en compte les intérêts de l'ensemble des partenaires de l'entreprise, l'actionnariat des salariés non-dirigeants permet de rémunérer le risque du capital humain spécifique à la firme. Son rôle apparaît déterminant car polyvalent dans le processus de création de valeur.

Abstract : Employee ownership accompanies the current mutation of corporate governance. Within the framework of a shareholder governance, making precede shareholder's interests in the process of strategic decision-making, manager ownership allows shareholder value maximization. Within the framework of a stakeholder governance, where into account the interests of all partners are taken, non-manager ownership makes it possible to remunerate the risk of the specific human capital. Its role appears determining because general-purpose in the value creation process.

L'actionnariat des salariés est au cœur du débat actuel sur la gouvernance d'entreprise, ou corporate governance, définie comme le réseau de relations liant plusieurs parties dans le cadre de la détermination de la stratégie et de la performance de l'entreprise (Caby et Hirigoyen, 2000).

Ce débat a des origines anciennes puisqu'il renvoie à une question récurrente, "le partage des pouvoirs" (Thiveaud, 1994). Il s'est développé de manière formelle il y a plusieurs décennies avec la montée en puissance des grandes entreprises, qui ont dû consentir à la fois une dilution de leur capital pour acquérir la surface financière nécessaire à leur expansion et une démultiplication de leurs centres d'initiative internes afin de répondre à leurs exigences organisationnelles : les dirigeants économiques sont devenus moins identifiables alors que leurs décisions ont gagné en force d'impact (Batsch, 1996). La question de la détention et de la légitimité du pouvoir devait logiquement émerger, appelant une réflexion sur l'identité et la rationalité d'action des propriétaires des entreprises, la nature des relations entretenues avec les dirigeants, et le contrôle exercé sur le pouvoir de ces derniers.

Récurrente, cette discussion s'est à nouveau manifestée avec une acuité particulière dès le début des années 1980, sous l'influence de trois facteurs conjoncturels principaux (Batsch, 1996) : tout d'abord, les dysfonctionnements apparents du système de contrôle des dirigeants, qui voient leurs défaillances insuffisamment ou tardivement sanctionnées, ce dont a pu témoigner la vie des affaires, rythmée par différents scandales financiers dans le monde ; ensuite, les transformations de l'actionnariat, qui se traduisent par le rôle prépondérant des investisseurs institutionnels et la vigilance accrue des actionnaires minoritaires ; enfin, l'évolution des sources de financement des entreprises, qui ont engagé un mouvement de désendettement et qui se sont tournées plus volontiers vers les marchés financiers, renforçant ainsi le rôle des actionnaires. Cette problématique s'est rapidement étendue aux pays continentaux, à la France, et, plus récemment, aux pays de l'Europe centrale et orientale.

Permanent par ses fondements, le débat se montre évolutif dans ses réflexions. Une conception traditionnelle de la gouvernance a longtemps prévalu, celle faisant primer les intérêts des actionnaires dans le processus de prise de décision stratégique et posant la question d'un alignement des intérêts des dirigeants sur ceux des propriétaires. Devant les critiques contestant le fait que les règles de gouvernance seraient imposées en vue d'assurer la rentabilité de l'entreprise prise du point de vue des

¹ Cet article est à rattacher au dossier de la *Revue du Financier* consacré à la gouvernance d'entreprise.

actionnaires et non de l'ensemble des parties prenantes, une conception plus récente a progressivement émergé, celle d'une gouvernance partenariale, où sont pris en considération les intérêts de l'ensemble des partenaires de l'entreprise, ceux notamment des salariés, prêteurs, clients et fournisseurs.

L'actionnariat des salariés, au travers de la multiplicité des mécanismes permettant d'y accéder, directs ou indirects, présente la spécificité d'accompagner la mutation de la gouvernance dans sa double dimension, ce qui illustre son rôle déterminant car polyvalent dans le processus de création de valeur de l'entreprise. Alors que l'actionnariat des dirigeants d'entreprise s'inscrit dans une perspective d'incitation à la création de valeur actionnariale, l'actionnariat des salariés non-dirigeants dessine celle d'une recherche de création de valeur partenariale.

I - Actionnariat salarié et gouvernance actionnariale : la perspective de l'incitation des hauts dirigeants

La présentation de la formalisation du rôle de l'actionnariat des dirigeants dans une perspective d'incitation des dirigeants sociaux à la création de valeur actionnariale implique que soit précisée, préalablement, la nature des conflits d'intérêt entre les dirigeants et les actionnaires, comme justification de son objet.

1 - La justification du rôle de l'actionnariat des dirigeants : les conflits d'intérêts actionnaires/dirigeants

Les conflits d'intérêts actionnaires/dirigeants, qui résultent de la dissociation de la propriété et du pouvoir, entraînent la naissance de coûts d'agence, qui doivent être limités par des mécanismes de résolution appropriés.

1.1 - L'origine des conflits d'agence : des conséquences de la dissociation de la propriété et du pouvoir

Traditionnellement, selon l'approche néoclassique, l'entreprise est considérée comme une unité homogène au sein de laquelle l'entrepreneur, à la fois actionnaire et dirigeant, a un objectif fondamental de maximisation de sa richesse. L'étude historique et théorique de la dissociation des fonctions de propriétaires et de dirigeants, donnant naissance à la firme complexe, conduit à nier la pertinence de cette approche.

Les analyses conceptuelles du phénomène sont déjà anciennes.

Dès 1776, Smith reconnaît l'existence des problèmes posés par les relations d'agence dans les grandes sociétés par actions, caractérisées par une séparation des fonctions entre les dirigeants, chargés de la gestion, et les propriétaires. Il est suivi, près de deux siècles plus tard, par Berle et Means (1932), qui soulignent la confrontation et le conflit inéluctables entre la "logique traditionnelle de la propriété" et la "logique traditionnelle des profits", en raison de l'absence de motivation patrimoniale des dirigeants.

Dans le prolongement de la théorie des droits de propriété, développée sous l'impulsion d'Alchian et Demsetz (1972), qui postule que les droits de propriété ne sont efficaces qu'à la condition d'être exclusifs, ce sont, ensuite, les travaux de Jensen et Meckling (1976) qui donnent naissance à la théorie de l'agence : la multiplicité des agents participant à la vie de l'organisation implique l'apparition de conflits d'intérêts, de divergences de vues et d'actions, les dirigeants n'agissant pas toujours au mieux des intérêts des actionnaires dans la mesure où ces deux catégories d'acteurs possèdent des fonctions d'utilité différentes (Ross, 1973).

Ces divergences ont trois origines principales (Jensen et Smith, 1985 ; Charreaux et alii, 1987 ; Brindisi, 1989 ; Lambert et Larcker, 1989 ; Charreaux, 1999).

Premièrement, les actionnaires souhaitent maximiser la rentabilité de leur investissement financier, tandis que les dirigeants sont enclins à profiter de leur position pour percevoir des bénéfices non pécuniaires du contrôle qu'ils exercent sur les ressources de l'entreprise. Les seconds ont tendance à

rechercher la croissance du chiffre d'affaires au détriment de la rentabilité des capitaux investis : cela leur permet d'obtenir un statut social plus élevé, une immunité plus grande par rapport aux actionnaires, une rémunération plus forte et une satisfaction du personnel plus importante puisque les perspectives de promotion sont plus nombreuses.

Deuxièmement, les actionnaires peuvent diversifier leur richesse en la répartissant sur différents actifs, alors qu'une grande partie de celle des dirigeants (leur capital humain et leur rémunération notamment) est dépendante de l'évolution de l'entreprise. Les dirigeants vont donc éprouver une aversion au risque plus importante que les actionnaires, ce qui engendre des comportements déviants : ils peuvent être incités à mener une politique de diversification en contradiction avec l'intérêt des actionnaires ou à refuser un projet bénéfique en raison des risques personnels perçus comme trop élevés. Estimant son accroissement de richesse insuffisant pour compenser les coûts personnels inhérents à la réalisation de nouveaux investissements, le dirigeant adopte une position à tendance attentiste.

Troisièmement, les dirigeants ont un horizon décisionnel limité à leur présence dans l'entreprise. Or, la valeur boursière d'une société tient compte de l'ensemble des flux générés par chaque projet et ce, quel que soit leur horizon. La richesse des actionnaires est affectée par tous les flux prévisibles de l'entreprise, alors que les dirigeants privilégient l'évaluation des projets en fonction de leur contribution aux résultats à court ou moyen terme et de la durée restant à courir.

Ce comportement opportuniste des dirigeants et la divergence d'intérêts avec les actionnaires qui en résulte n'est cependant pas la seule condition pour voir naître une relation d'agence. La seconde condition posée concerne l'existence d'une situation d'asymétrie informationnelle. Tout conflit, pour être avéré, implique une observabilité imparfaite des efforts de l'agent. La divergence d'intérêts n'est pas suffisante car, dans un univers sans incertitude, il serait possible d'établir un contrat permettant d'inciter le mandataire à agir conformément aux vœux du mandant.

Dans tous les cas, l'existence de relations d'agence n'est pas sans conséquence sur la valeur de l'entreprise.

1.2 - Les effets des conflits d'agence : des coûts d'agence tridimensionnels

L'existence de relations d'agence entraîne la naissance de coûts d'agence, qui surviennent "dans toute situation impliquant une coopération (...) par deux ou plusieurs personnes, même s'il n'y a pas de relation principal-agent bien définie" (Charreaux et alii, 1987).

Plus précisément, les auteurs, à l'instar de Jensen et Meckling (1976), distinguent trois types de coûts.

D'abord, les coûts de surveillance, qui sont supportés par le principal (l'actionnaire) pour tenter de limiter le comportement opportuniste de l'agent (le dirigeant). Le principal peut réduire les divergences en mettant en place des incitations pour limiter les comportements de l'agent qui ne serviraient pas ses intérêts. Les dépenses de contrôle correspondent alors au coût de rédaction et de surveillance des "conventions" passées.

Ensuite, les coûts d'obligation ou d'engagement, que l'agent peut avoir intérêt à engager pour mettre le principal en confiance, comme la contraction d'une assurance responsabilité civile. Il garantit de cette façon au principal qu'il ne réalisera pas certaines actions contraires à ses intérêts (comme l'engagement de dépenses discrétionnaires) ou, tout du moins, qu'il lui versera des contreparties si de telles actions sont entreprises. Ces coûts résultent, par exemple, de la réalisation de rapports financiers ou d'audits.

Enfin, les coûts d'opportunité, non explicites, représentatifs d'une "perte résiduelle" correspondant à la perte d'utilité (l'équivalent monétaire de cette perte de satisfaction) subie par le principal par suite de la divergence d'intérêt avec l'agent. Illustration de l'existence de ce type de coûts d'agence : dans la mesure où les actionnaires ont des anticipations rationnelles, ils sont tout à fait conscients que le

comportement du dirigeant risque d'évoluer dans un sens défavorable à leurs intérêts. Dans ces conditions, ils n'accepteront pas de payer les actions au prix initial, mais à leur nouvelle valeur d'équilibre, entraînant une diminution de valeur de l'entreprise représentative d'un risque résiduel (Jacquillat et Levasseur, 1984).

Le nœud du problème réside dans l'écart de valeur entre la firme qui supporte ces trois types de coûts d'agence et celle qui ne les supporte pas, différence qu'il s'agira de combler par la recherche et mise en œuvre optimales de modes de résolution des conflits d'agence, comme l'actionnariat des dirigeants.

2. Le rôle de l'actionnariat des dirigeants : l'alignement des intérêts dirigeants/actionnaires

Le système de gouvernement des entreprises recouvre l'ensemble des mécanismes qui ont pour objet de réduire les conflits considérés comme coûteux avec les partenaires de la firme (Charreaux, 1997). De ce point de vue, celle-ci peut être conçue comme un système d'incitation, au sens de Holmström et Milgrom (1994), dans lequel s'intègre l'actionnariat des dirigeants. La formalisation du rôle spécifique de ce mécanisme impose d'analyser les fondements théoriques de la relation rémunération des dirigeants/performance organisationnelle.

2.1 - Le cadre d'étude : la relation rémunération des dirigeants/performance organisationnelle

Ce sont les travaux de Holmström (1979) qui servent depuis trente ans de fondement théorique à l'étude de la relation entre la rémunération des dirigeants d'entreprise et la performance organisationnelle. Constatant que les dirigeants disposent d'une grande latitude pour définir une politique d'investissement qui ne maximiserait pas la valeur de la firme en raison de l'asymétrie d'information qui caractérise leurs relations avec les actionnaires, Holmström (1979) suggère d'utiliser une ou plusieurs mesures de la performance organisationnelle comme estimation des actions non observables des dirigeants, et d'associer une partie de leur rémunération à cette performance, toute information étant ajoutée dans le modèle d'évaluation de la performance et dans le contrat de rémunération dans la mesure où elle possède un contenu informationnel marginal sur le comportement du dirigeant.

Dans ces conditions, la recherche de formules incitatives devient une préoccupation majeure. Smith et Watts (1983) ont procédé à un inventaire des systèmes de rémunération des dirigeants.

Trois catégories sont identifiables :

-les rémunérations fixes, indépendantes de la performance de la firme ou du dirigeant : sont inclus dans cette catégorie les salaires, les retraites, les assurances diverses. Cette première forme de rémunération "si elle est renégociée régulièrement permet de résoudre la plupart des conflits" (Charreaux, 1997). Mais elle est aussi, malheureusement, à l'origine de trois sources de conflits possibles entre les actionnaires et les dirigeants (Cobbaut, 1997) :

-la substitution d'actifs, qui se manifeste par la tendance des dirigeants à détenir des actifs de nature à réduire la variabilité des cash-flows de l'entreprise, et donc son risque d'insolvabilité, alors que les actionnaires ont un intérêt inverse ;

-la rétention exagérée, qui accroît la couverture de leurs droits fixes ;

-enfin, le sous-endettement, qui réduit la variabilité du cash-flow résiduel.

-les rémunérations liées à la performance comptable de la firme, certes intéressantes sur le principe puisqu'elles permettent théoriquement de résoudre les conflits liés aux divergences d'horizons, mais qui ne vont pas sans poser un problème éventuel de manipulation de l'information comptable par les dirigeants.

-les rémunérations liées à la performance boursière des sociétés, c'est-à-dire à la valeur de marché des titres : l'attribution d'actions et de stock-options aux dirigeants est l'exemple le plus représentatif de ce mode de rémunération, censé répondre aux défauts présumés des systèmes de rémunérations fixes ou liées à la performance comptable de la firme.

La question se pose alors de savoir quel est le type de rémunération le mieux adapté dans une optique de maximisation de la richesse des actionnaires.

Dans le cadre de la théorie des incitations, Jensen et Murphy (1990) préconisent une liaison statistique entre l'évolution des rémunérations et la performance boursière de la firme afin d'inciter pécuniairement les hauts dirigeants : une liaison forte est une incitation à l'action, à l'initiative et à la créativité de ces derniers.

O'Byrne (1995), pour sa part, indique que la rémunération des dirigeants doit répondre à quatre préoccupations, si elle souhaite les inciter à maximiser la valeur de l'entreprise : aligner la fonction d'utilité des dirigeants sur la maximisation de la valeur de l'entreprise ; inciter les dirigeants à prendre des décisions nécessaires mais aux conséquences contraignantes ; maintenir un niveau de rémunération suffisant dans les périodes de conjoncture défavorable ; réduire le coût pour les actionnaires en limitant la rémunération à des niveaux permettant de préserver la maximisation de leur richesse. Selon O'Byrne (1995), aucune autre formule de rémunération ne peut mieux garantir le respect de ces conditions que la participation au capital des dirigeants.

2.2 - La formalisation du rôle de l'actionnariat des dirigeants : la place déterminante des stock-options

Jensen et Meckling (1976) mettent en évidence une corrélation positive entre les droits de propriété possédés par les dirigeants, c'est-à-dire leur participation au capital, et la valeur de l'entreprise, corroborant au demeurant les enseignements de la théorie du signal, en particulier les travaux de Leland et Pyle (1977), selon lesquels la participation détenue par l'entrepreneur dans le capital de l'entreprise signale la qualité des projets d'investissement réalisés.

Au sujet de l'actionnariat des dirigeants, la littérature centre son attention sur la place des mécanismes optionnels, comme les stock-options. Plusieurs contributions théoriques ont souligné, de manière formelle, le rôle de ce système d'intéressement dans une perspective d'alignement des intérêts des dirigeants sur ceux des actionnaires.

Haugen et Senbet (1981) ont été parmi les premiers à théoriser ce phénomène, en proposant une stratégie d'attribution d'options de nature à réduire le niveau des avantages non pécuniaires des dirigeants et à induire une politique d'investissement dont les risques seraient évalués conformément aux intérêts des actionnaires. Inscrivant leur démonstration dans le cadre conceptuel de l'agence défini par Jensen et Meckling (1976), situant par conséquent leur analyse dans le cas où un actionnaire-proprétaire unique décide de céder une partie des fonds propres de la firme à des actionnaires externes, ils proposent à cette fin une stratégie combinant "judicieusement" l'exercice d'options d'achat et d'options de vente (ces dernières étant représentatives de titres convertibles dans la structure de capital) détenues respectivement par le dirigeant-proprétaire et les apporteurs externes de capitaux.

D'autres auteurs anglo-saxons sont venus conforter ces premières analyses, comme Eaton et Rosen (1983), Holmström et Ricart I Costa (1986), ou encore Hirshleifer et Suh (1992).

En France, Desbrières (1991, 1997) démontre que les stock-options seraient de nature à accroître la valeur de la firme en réduisant la part relative des coûts de contrôle mais aussi en incitant les managers à limiter leurs prélèvements non pécuniaires et à retenir des projets d'investissement plus importants en nombre et en taille. Le risque d'exploitation, via le risque des investissements, et le risque financier, via un recours plus important au financement par endettement, devraient être supérieurs à ce qu'ils étaient avant l'adoption du plan. Cette incitation devrait jouer dès l'attribution des options, puisque la valeur de ces dernières est d'autant plus grande que le risque des actions est élevé et leur maturité

éloignée. Toutefois, la réalité de l'effet incitatif est subordonnée, selon l'auteur, à plusieurs conditions : pour amener les dirigeants à adopter durablement un comportement conforme aux intérêts des actionnaires, le prix d'exercice des options doit constituer un objectif à moyen terme et ne doit conséquemment proposer aucune réduction de prix ; l'effet incitatif doit être renforcé par un intéressement au capital prenant la forme d'une clause d'incessibilité des actions pendant une période déterminée, une fois les options levées ; enfin, la rétribution offerte doit, bien évidemment, être significative par rapport à la rétribution globale des bénéficiaires.

Plusieurs catégories d'arguments, étroitement liés, viennent néanmoins relativiser le rôle de la détention directe d'actions et de stock-options.

Certains auteurs nient tout caractère incitatif à l'actionnariat des dirigeants. Ainsi, M.H. Cho (1998) considère que l'implantation d'un système d'actionnariat est déterminée par la politique d'investissement de la firme, au travers du prisme de la valeur de l'entreprise, ce qui renverse le rapport de causalité.

D'autres estiment que la mise en place d'incitations financières engendre des effets négatifs. Ainsi, comme le note Desbrières (1997), les dirigeants bénéficiaires ayant une aversion au risque faible auront tendance à choisir des investissements que les actionnaires n'auraient pas mis en œuvre du fait de leur caractère trop risqué. A l'inverse, l'attribution d'actions peut renforcer l'aversion au risque des dirigeants, annihilant toute tentative d'alignement des intérêts des dirigeants sur ceux des actionnaires, selon Amihud et Lev (1981) ainsi que May (1995). Dans le même esprit, la théorie prospective, développée par Kahneman et Tversky (1979), postule que les individus éprouvent une aversion au risque lorsque des gains sont sûrs, et qu'ils sont incités à prendre des risques lorsque les gains sont incertains ou lorsque des pertes sont possibles. De cette façon, les actions prenant généralement de la valeur dans le temps, les options constitueraient le plus souvent une source de gain certain suscitant une aversion au risque et dissuadant les cadres de prendre des décisions conformes aux intérêts des actionnaires.

En outre, l'alignement des intérêts recherché par les mécanismes optionnels ne serait pas garanti à la seule lumière des deux considérations suivantes. D'une part, comme le souligne Desbrières (1997), la volonté de maximiser la valeur des options peut conduire les dirigeants à limiter la distribution des dividendes, puisque les plans d'options n'offrent aucune protection contre leur versement. Or, certains actionnaires sont demandeurs d'une politique de dividendes active : une réorientation trop marquée de cette politique pourrait, par conséquent, entraîner une modification substantielle et préjudiciable de la structure de l'actionnariat. D'autre part, si rien ne contraint les dirigeants à conserver effectivement leurs actions après la levée des options, l'effet de dilution du capital, à l'inverse, peut ne pas être négligeable (Brickley et alii, 1985), sans parler des conflits possibles entre actionnaires internes, tous n'ayant pas le même niveau de participation conditionnelle, de même qu'entre les salariés bénéficiaires et non bénéficiaires. En ce sens, les plans d'options nuiraient aux intérêts des actionnaires, ce qui produirait l'effet exactement contraire à celui prescrit par la théorie de l'agence.

En dépit de ces limites, les fondements de l'actionnariat des dirigeants dans une perspective de création de valeur actionnariale semblent posés. La théorie affirme également le rôle de l'actionnariat salarié une optique de création de valeur partenariale.

II - Actionnariat salarié et gouvernance partenariale : la perspective de l'intégration des objectifs des salariés non-dirigeants

Alors que l'approche par la création de valeur actionnariale concentre son attention sur l'actionnaire, en accordant une place secondaire aux autres partenaires de l'entreprise, des réactions théoriques

visant à défendre une nouvelle conception de la firme et de sa performance apparaissent. Depuis plusieurs années, un nouveau référentiel tend ainsi à s'imposer, celui de la création de valeur partenariale, au sein duquel l'actionnariat des salariés non-dirigeants exerce un rôle bicéphale.

1 - L'émergence du référentiel de la création de valeur partenariale

Le passage d'une conception moniste à une conception plurale de la firme ne manque pas de soulever la question de l'évolution des critères de performance organisationnelle subséquents et celle de la reconnaissance du rôle prépondérant du capital humain spécifique.

1.1 - D'une vision moniste à une vision plurale de la firme : la prise en considération des intérêts des salariés

Des auteurs de plus en plus nombreux expriment le souhait d'un équilibre entre l'intérêt des différents partenaires de la firme, c'est-à-dire de tous ceux qui encourent un risque par rapport aux produits de ses activités, de manière primaire (salariés, créanciers, clients, fournisseurs, gouvernement) ou secondaire (les groupes de pression et les médias) (Clarkson, 1995), et celui des apporteurs de capital, de sorte que la valeur soit appréciée plus largement à travers une vision plurale de l'entreprise. Ce nouveau schéma devrait se traduire par une meilleure répartition de la rente dégagée au profit de l'ensemble des partenaires, en particulier des salariés, qui détiennent des compétences spécifiques.

Dans cet esprit, Garvey et Swan (1994) contestent l'hypothèse de maximisation de la valeur actionnariale en s'appuyant sur les impératifs de l'organisation interne des firmes impliquant les salariés et les créanciers. Ils affirment ainsi : "La gouvernance de l'entreprise ne peut être comprise dans un monde où les droits de propriété sont parfaitement définis, de telle sorte que les actionnaires, en tant que créanciers résiduels, représentent le seul groupe digne de considération. (...) En effet, c'est seulement lorsque les contrats sont incomplets que les problèmes de gouvernance deviennent intéressants mais, en conséquence, les actionnaires ne sont plus les vrais créanciers résiduels". Cette opinion est également exprimée avec force par Charreaux et Desbrières (1998), qui remarquent que la représentation de la valeur actionnariale nuit à une bonne compréhension du processus de création de valeur, la firme constituant en fait un nœud de contrats entre les différents "stakeholders". Zingales (2000) souligne de la même façon les limites des théories traditionnelles au regard des nouvelles formes d'entreprises qui émergent et appelle de ses vœux une nouvelle théorie de la firme.

Les limites présentées par une conception moniste de la firme favorisent d'ailleurs l'émergence de cadres conceptuels intégrateurs, tel celui de Laffont et Martimort (1997), qui propose de considérer la firme comme un ensemble de contrats multilatéraux entre chaque "stakeholder" et le dirigeant, ou encore celui développé par Hill et Jones (1992). Charreaux (1997) synthétise les apports de ces derniers auteurs : les dirigeants ont pour mission de prendre des décisions conformément aux intérêts de l'ensemble des "stakeholders" ; les mécanismes de marché sont supposés imparfaitement efficaces en raison, notamment, de l'inertie organisationnelle et du comportement actif des "stakeholders" (dont les dirigeants) pour préserver leurs intérêts, ce qui crée des différentiels de pouvoir entre les principaux et les agents ; la notion de coûts contractuels vient se substituer à la notion de coûts d'agence en prenant en compte la totalité des réductions d'utilité supportées par les "stakeholders" pour faire fonctionner les mécanismes disciplinaires ; la notion de "structure institutionnelle" remplace la notion de "structure de gouvernement", en exerçant à la fois la fonction disciplinaire traditionnelle et en garantissant l'exécution des contrats implicites entre les différents "stakeholders" ; ceux-ci éprouvent des difficultés à faire respecter les contrats en raison des différentiels de pouvoir nés au profit des dirigeants, ce qui handicape la firme d'un désavantage compétitif. Cette théorie propose ainsi une représentation du système de gouvernance reposant sur un jeu dynamique entre les dirigeants et les autres "stakeholders" pour la création et le partage des rentes, ce qui renforce le rôle possible des différents leviers de gouvernance des entreprises, et parmi eux celui de l'actionnariat salarié.

Cette approche ne fait certes pas l'unanimité, certains auteurs lui contestant la capacité de proposer une véritable alternative à la création de valeur actionnariale, objectif qui présente l'avantage d'être clairement identifiable (Sternberg, 1997 ; Jensen, 2000). Pourtant, cette nouvelle vision de la firme impliquera inéluctablement, à terme, une reconsidération des critères permettant de juger de sa performance et du rôle des différentes parties prenantes en son sein.

1.2 - Maximisation de la valeur totale de la firme et reconnaissance du rôle prépondérant du capital humain spécifique

La prise en compte de l'ensemble des partenaires de l'entreprise met à mal le champ de réflexion traditionnel : la performance ne doit plus s'apprécier au regard des seuls intérêts des actionnaires mais au regard de ceux de l'ensemble des "stakeholders", ce qui impose de bâtir de "nouveaux indicateurs de la performance globale" (Charreaux, 1997).

Selon Charreaux (1997), un système de gouvernement des entreprises doit inciter les dirigeants à faire en sorte que les activités de création et de redistribution des rentes s'effectuent au bénéfice de l'ensemble des partenaires de la firme, afin d'éviter la spoliation de l'un d'entre eux, voire même l'éclatement de leur coalition. Ainsi, l'objectif de la firme ne serait plus de maximiser la valeur actionnariale, mais plutôt la valeur totale ou globale de la firme (Fama, 1978 ; Blair, 1996).

Pourtant, la conception de l'entreprise comme lieu de maximisation de la valeur de la firme pour l'ensemble de ses "stakeholders", en dépit de son apport analytique important, demeure assez floue, sans parler de son opérationnalité (Hirigoyen et Caby, 1998). Charreaux et Desbrières (1998) tentent d'apporter des éléments de réponse à cette problématique en proposant une mesure, la valeur partenariale, qui s'appuie sur une mesure globale de la rente créée par la firme en relation avec les différents "stakeholders", selon la même logique que celle construite par Brandenburger et Stuart (1996), reposant sur la valeur créée par différence entre les ventes évaluées au prix d'opportunité et la somme des coûts d'opportunité pour les différents apporteurs de ressources.

La difficulté d'opérationnalisation de la valeur partenariale explique que d'autres auteurs, à l'instar de Hirigoyen et Caby (1998), explorent des démarches conceptuelles voisines, en s'appuyant sur la notion d'actif spécifique développée par Williamson (1985). L'idée est que le développement de l'entreprise repose sur deux ressources particulières, le capital apporté par les actionnaires et les compétences fournies par les employés, la firme constituant un nœud d'investissements spécifiques (Rajan et Zingales, 1996).

Des auteurs (Blair, 1996 ; Blair et Kochan, 2000) retiennent le concept de capital humain spécifique à la firme, ensemble de compétences et connaissances valorisables dans une entreprise donnée, faisant de l'investissement en travail une ressource vitale (Furubotn, 1988), par nature risquée. Blair (1997) distingue deux types de risques supportés par le capital humain spécifique : d'une part, que la rente et les quasi-rentes générées par le capital humain soient expropriées ex-post par les autres partenaires de la firme, et, d'autre part, que sa valeur actuelle fluctue à l'avenir, soit parce que les compétences ne seraient plus utiles à la firme, soit parce que la firme ne générerait plus suffisamment de rentes. Dans ces conditions, le risque global doit bien évidemment être réduit ou tout du moins rémunéré, sous peine de voir disparaître le capital spécifique, ce qui pénaliserait l'ensemble des parties prenantes. La rémunération du risque conduit à considérer les salariés comme des créanciers résiduels, à l'instar des actionnaires, de la valeur étant créée à leur profit si les salaires perçus sont supérieurs à leur coût d'opportunité (Parrat, 1999). Blair (1997) propose de rémunérer le risque grâce à l'actionnariat des salariés : "La rémunération des employés par des actions des entreprises peut fournir un mécanisme destiné à encourager et à protéger les investissements en capital humain spécifique. La détention d'actions par les salariés fonctionne comme une sorte d'otage permettant de crédibiliser la promesse des firmes de partager les rentes, (...) elle donne aussi certains droits de contrôle et simultanément aligne les intérêts des employés et des détenteurs externes d'actions. En outre, si les créances sur les actions se substituent à la prime salariale induite par le capital humain spécifique à la firme, les

salaires refléteront plus étroitement le coût d'opportunité et enverront un signal économique correct aux décideurs de la firme pour guider les embauches et les licenciements”.

Plus précisément, l'actionnariat des salariés non-dirigeants joue un rôle bicéphale dans une optique de création de valeur partenariale.

2 - Le rôle bicéphale de l'actionnariat des salariés non-dirigeants dans une perspective de création de valeur partenariale

Le rôle de l'actionnariat des salariés non-dirigeants dans une perspective de création de valeur partenariale s'exerce à un double niveau : de manière formelle, par la participation des salariés aux instances de représentation et de décision de la firme ; de manière informelle, aussi, par l'instauration d'un régime de confiance.

2.1 - Le volet formel de l'actionnariat des salariés non-dirigeants : la participation aux instances de représentation et de décision de la firme

L'actionnariat des salariés non-dirigeants, en favorisant la participation du personnel aux instances de représentation et de décision de la firme, peut influencer non seulement sur la relation d'agence entre actionnaires et dirigeants, mais aussi sur la relation entre dirigeants et employés, ce qui montre que la reconnaissance du capital humain spécifique à la firme n'est pas incompatible avec la conception traditionnelle de l'entreprise (Jensen et Meckling, 1995).

De manière générale, la participation institutionnelle au conseil d'administration ou de surveillance permet aux employés de protéger leur investissement en capital humain spécifique à la firme et conduit à une amélioration de leur satisfaction, implication et productivité (Desbrières, 1997). Aoki (1984) et Williamson (1985) notent que la représentation des salariés leur permet de partager des informations importantes, en particulier dans le domaine de l'organisation du travail et de la négociation collective, notamment dans les périodes de conjoncture difficile pour l'entreprise, sources d'efforts accrus, voire de sacrifices pour eux. Smith (1991) estime, quant à lui, que la participation institutionnelle des employés dans les conseils d'administration ou de surveillance permet de réduire l'asymétrie d'information, ce qui contraindrait les dirigeants à renoncer à certains comportements opportunistes. Desbrières (1997), par ailleurs, en se référant à Hirschmann (1970), souligne que la participation aux instances de représentation et de décision non seulement introduit des possibilités de prise de parole des employés, ce qui favorise la stabilité de la coalition, mais contribue, également, à donner un caractère préventif au système de gouvernement d'entreprise -les discussions permettant d'éclairer les décisions stratégiques qui conditionnent la performance- et à décourager les tentatives de collusion entre dirigeants et administrateurs externes.

De manière spécifique, le pouvoir des employés-actionnaires, par-delà le pourcentage de droits de vote dont ils disposent, se mesure par leur capacité à influencer les décisions prises en assemblée générale ordinaire et extraordinaire, mais également par leur participation à l'élection des membres du conseil d'administration ou de surveillance, selon Desbrières (1997). Dans les assemblées générales, leur statut d'actionnaires leur donne, d'une part, un droit d'information tout en favorisant les échanges d'informations avec les actionnaires externes, et, d'autre part, le cas échéant, la possibilité de créer ou rejoindre une coalition visant à contrer les décisions de la majorité et des dirigeants. En qualité d'administrateurs désignés par l'assemblée générale ordinaire, les employés-actionnaires disposent d'une position adaptée pour veiller à la défense de leurs intérêts et notamment à la protection de leurs investissements spécifiques à la firme. Desbrières (1997) note d'ailleurs que la présence au conseil d'employés en raison de leur qualité d'actionnaires revêt plus d'intérêt qu'une simple participation institutionnelle, dans la mesure où leur contrôle dépend désormais de la valeur de leur portefeuille d'actions et n'est pas affecté par des considérations de négociation collective liées à leur mode de désignation : elle contribue à réduire le différentiel de pouvoir entre les dirigeants et les autres parties prenantes de l'entreprise, favorisant ainsi l'émergence d'une coalition coopérative.

La participation des salariés au conseil ne va cependant pas sans soulever un certain nombre de difficultés. Blair (1996, 1997), par exemple, n'indique pas les niveaux requis de participation au capital et de représentation au sein des conseils d'administration ou de surveillance, même si Furubotn (1988) précise qu'ils devraient être proportionnels aux investissements spécifiques à la firme. Sur le fond, Jensen et Meckling (1979) estiment que la représentation institutionnelle des salariés est source d'inefficience, au même titre que les firmes autogérées, dans la mesure, notamment, où l'horizon économique des employés diffère de celui des investissements. En outre, comme le souligne Desbrières (1997), l'intégration dans le conseil d'administration d'employés élus peut atténuer la frontière existant entre la négociation collective et le management participatif, cette confusion engendrant des effets contre-productifs : elle conduit, d'une part, les dirigeants à retirer certaines décisions des prérogatives du conseil et à censurer l'information divulguée dans cet organe et, d'autre part, les représentants des salariés confrontés à l'incertitude de cette démarcation à ne pas vouloir se retrouver impliqués, ni dans les délibérations du conseil, ni dans les décisions managériales. Ce qui, évidemment, réduit très nettement le rôle de contrôle des employés.

L'efficacité propre du contrôle exercé par les employés-actionnaires est quant à elle conditionnée par leur indépendance vis-à-vis des dirigeants qui, poursuivant éventuellement une stratégie d'enracinement, leur offriront des contrats implicites de plus grande valeur que ceux offerts aux employés-administrateurs non actionnaires (Desbrières, 1997).

De manière complémentaire et de façon non formelle, l'actionnariat salarié peut favoriser l'instauration d'un régime de confiance.

2.2 - Le volet informel de l'actionnariat des salariés non-dirigeants : l'instauration d'un régime de confiance

La confiance, concept novateur dans les sciences de gestion, "apparaît comme un mécanisme particulier de régulation des différentes transactions qu'entretient l'entreprise avec ses différents partenaires" (Charreaux, 1998). Foi partagée, au sens étymologique du terme, la confiance exprime cette volonté de se fier à un partenaire.

La confiance invite au dépassement de l'hypothèse comportementale d'opportunisme, qui domine encore pour une large part la finance et qui postule que les agents sont guidés par des motivations personnelles, impliquant des calculs stratégiques de manipulation ou de dissimulation de l'information. Bradach et Eccles (1989), tout comme Frank (1993) ou Orbell, Dawes et Schwartz-Shea (1994), posent l'hypothèse qu'en situation de confiance, tout partenaire n'opère pas de façon opportuniste même s'il y est incité à court terme. Considéré dans cette perspective, le concept de confiance permet d'enrichir l'étude des mécanismes de gouvernance en étant un "mécanisme qui intervient ex-ante pour fixer, relativement à une transaction, le niveau de risque que sont disposées à supporter volontairement les différentes parties" (Charreaux, 1998). En entraînant la "constitution d'un capital de confiance, qui est la propriété collective de la firme et des différents partenaires", la confiance contribue à la création de valeur partenariale : elle assouplit, notamment, les contraintes de contrôle et entraîne une baisse du coût des mécanismes de contrôle installés par les différents partenaires (Charreaux, 1998).

Dans ces conditions, il importe d'analyser quels sont les éléments susceptibles de participer à l'instauration d'un régime de confiance, et d'examiner si l'actionnariat salarié a sa place dans ces mécanismes.

Comme cela est souligné par Charreaux (1998), la confiance semble être un mécanisme spontané, ne pouvant être décrété par la hiérarchie ou une autorité extérieure, et présentant par ailleurs, comme tout mécanisme spontané, un caractère informel. L'instauration d'un tel régime, si elle apparaît, en situation d'agence, comme la solution la plus rentable à la fois pour les actionnaires et les autres partenaires, selon Canella (1995), apparaît aussi comme la plus difficile, car l'ambition est de renforcer "l'investissement en capital spécifique à la firme" (Hirigoyen et Pichard-Stamford, 1998).

L'hypothèse d'un renforcement de la relation de confiance entre partenaires par l'offre aux salariés d'actions ou d'options sur actions peut néanmoins être posée. Par de telles attributions, les actionnaires, qui acceptent le cas échéant une dilution de capital, manifestent un sentiment de confiance à leur égard. Offrir la possibilité au personnel de devenir actionnaire de l'entreprise est une marque de reconnaissance du rôle rempli au sein de l'organisation, des compétences exercées et de la qualité des prestations fournies. Cela reflète non seulement une récompense financière des efforts passés, mais aussi une volonté d'association au destin de la firme et de création d'une communauté d'intérêt. En devenant actionnaires, les salariés témoignent également leur confiance dans le devenir de la firme. L'attribution d'actions ou d'options aux salariés non-dirigeants pourrait, dans ces conditions, entraîner la constitution d'un capital humain spécifique, la confiance facilitant "l'émergence de propositions d'investissement de la part des salariés" (Charreaux, 1998).

Par effet de ricochet, les relations entre acteurs internes et externes ne doivent pas non plus être omises. Une politique d'actionnariat, en exprimant la confiance des dirigeants et des salariés dans l'avenir de leur firme, peut également susciter un sentiment de confiance chez les partenaires financiers ou les fournisseurs de l'entreprise.

Cette analyse mérite cependant des approfondissements car ses limites ne doivent pas être occultées. Comme le souligne Charreaux (1998), l'un des coûts les plus importants des systèmes de gouvernance privilégiant la confiance est lié au risque de manque de réactivité par souci de préserver le capital de confiance constitué grâce aux relations de long terme. La réflexion semble malgré tout montrer à ce stade, encore trop superficiel, que l'actionnariat salarié, en renforçant le sentiment de confiance au sein de l'entreprise, contribue à la création de valeur partenariale.

A l'évidence, la réussite de l'entreprise du XXI^{ème} siècle dépendra de la mobilisation du potentiel humain. Et celle-ci sera d'autant plus forte que l'entreprise répondra aux attentes de développement personnel des individus. En effet, la recherche d'optimisation des compétences dans les activités entrepreneuriales va conduire les entreprises non seulement à maximiser le recours à des capacités externes mais également à se concentrer sur leur savoir-faire spécifique. Cette optimisation des compétences externes et internes impliquera une éthique relationnelle faite de confiance et de fiabilité entre les partenaires qui sera vitale pour les engagements communs sur des projets à moyen ou long terme. Cette exigence sera particulièrement prégnante pour les ressources internes. Pour mobiliser au maximum leur potentiel humain, les entreprises devront assurer une cohésion sociale forte autour de projets fédérateurs qui devront tenir compte de la diversité des valeurs et des besoins psychologiques et immatériels de l'homme dans son travail : développement personnel, reconnaissance ou identité. Les réflexions actuelles sur la gouvernance d'entreprise expriment ces préoccupations générales. C'est ainsi qu'à l'aube du XXI^{ème} siècle, le passage d'une "gouvernance d'agence" à une "gouvernance de partenariat", telle que suggérée notamment par Hirigoyen (1997), s'impose, si ce n'est encore comme une réalité, du moins comme une nécessité. Cette nouvelle forme de gouvernance semble la seule à même, d'une part, de nettoyer les coûts d'agence de l'économie managériale du XX^{ème} siècle et, d'autre part, de définir la finalité du pouvoir et les rapports entre acteurs du XXI^{ème} siècle (Hirigoyen, 1997). L'actionnariat des salariés, en reposant sur l'idée que le destin collectif de l'entreprise doit s'appuyer sur les destins individuels et la responsabilité de chacun, conforte l'émergence de cette nouvelle forme de gouvernance tout en accompagnant sa vision traditionnelle. En ce sens, l'actionnariat des salariés apparaît comme le vecteur de l'avènement d'une société de co-entrepreneurs (Centre des Jeunes Dirigeants, 1996), confirmant que la firme doit désormais être vue comme un nœud d'investissements spécifiques.

Bibliographie sélective

- A.A. Alchian, H. Demsetz, "Production, Information Costs and Economic Organization", *American Economic Review*, vol. 62, p. 777-795, 1972.
- M. Aoki, "The cooperative game theory of the firm", Oxford University Press, 1984.
- A. Berle, G. Means, "The Modern Corporation and Private Property", Mac Millan, 1956.
- M.M. Blair, "Wealth Creation and Wealth Sharing", The Brookings Institution, 1996.
- M.M. Blair, "Firm-Specific Human Capital and the Theory of the Firm", Working Paper, The Brookings Institution, 1997.
- J. Caby, G. Hirigoyen, "La création de valeur de l'entreprise", *Economica*, 2000.
- G. Charreaux, "Le gouvernement des entreprises : Corporate Governance, théories et faits", *Economica*, 1997.
- G. Charreaux, "Le rôle de la confiance dans le système de gouvernance des entreprises", *Economies et Sociétés, Série S.G.*, n°8-9, p. 47-65, 1998.
- G. Charreaux, P. Desbrières, "Gouvernance des entreprises : valeur partenariale contre valeur actionnariale", *Finance Contrôle Stratégie*, vol. 1, n°2, p. 57-88, juin 1998.
- A. Couret, G. Hirigoyen, "L'actionnariat des salariés", *Que sais-je ?*, n°2507, PUF, 1990.
- P. Desbrières, "Participation financière, stock-options et rachats d'entreprise par les salariés", *Economica*, 1991.
- P. Desbrières, "Le rôle de l'actionnariat des salariés non-dirigeants dans le système de gouvernement de l'entreprise", 1997, in "Le gouvernement des entreprises : Corporate Governance, théories et faits", ouvrage collectif sous la direction de G. Charreaux, *Economica*, 1997.
- E.F. Fama, "The effects of a firm's investment and financing decisions on the welfare of its security holders", *American Economic Review*, n°2, 88, p. 272-284, June 1978.
- E.G. Furubotn, "Codetermination and the Modern Theory of the Firm : A Property-Rights Analysis", *Journal of Business*, vol. 61, n°2, p. 165-181, 1988.
- R.A. Haugen, L.W. Senbet, "Resolving the Agency Problems of External Capital through Options", *Journal of Finance*, vol. 36, n°3, June 1981.
- G. Hirigoyen, J. Caby, "Histoire de la valeur en finance d'entreprise", Actes des XIVèmes journées nationales des IAE, Nantes, 1998, Tome 1 "Valeur, marché et organisation", Presses académiques de l'Ouest, 1998.
- G. Hirigoyen, J.P. Pichard-Stamford, "La confiance, un outil de la finance organisationnelle : une synthèse de la littérature récente", *Economies et Sociétés, Séries S.G.*, n°8-9, p. 219-234, 1998.
- G. Hirigoyen, T. Poulain-Rehm, "La politique de stock-options des entreprises familiales cotées : quelques résultats empiriques", *Revue Finance, Contrôle, Stratégie*, vol. 3, n°1, p. 139-167, mars 2000.
- A.O. Hirschmann, "Exit, Voices, and Loyalty", Harvard University Press, 1970, traduction française : "Face au déclin des entreprises et des institutions", *Economie et Humanisme*, 1972.
- B. Holmström, "Moral Hazard and Observability", *Bell Journal of Economics*, vol. 10, p. 74-91, 1979.
- B. Jacquillat, M. Lévasseur, "Signaux, mandats et gestion financière : synthèse de la littérature", *Finance*, vol. 5, p. 8-89, 1984.
- M.C. Jensen, W.H. Meckling, "Theory of the Firm : managerial behaviour, agency costs and ownership structure", *Journal of financial economics*, vol. 3, 10, p. 305-360, 1976.
- M.C. Jensen, K.J. Murphy, "Performance Pay and Top-Management Incentives", *Journal of Political Economy*, vol. 98, n°2, p. 225-264, 1990.
- H. Leland, D. Pyle, "Informational Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation", *Journal of Finance*, vol. 32, n°2, May 1977.
- S. O'Byrne, "Total Compensation Strategy", *Journal of Applied Corporate Finance*, vol. 8, n°2, 1995.
- T. Poulain-Rehm, "Contribution à la connaissance de la politique de stock-options des entreprises françaises cotées : approche quantitative et qualitative", Thèse pour le Doctorat en sciences de gestion, Université Montesquieu-Bordeaux IV, 2000.
- R.G. Rajan, L. Zingales, "Power in a theory of the firm", Working Paper, University of Chicago and N.B.E.R., November 1996.
- S.A. Ross, "The Economic Theory of Agency : the Principal's Problem", *American Economic Review*, vol. 63, n°2, p. 134-139, 1973.

O.E. Williamson, "The economic institutions of capitalism", The Free Press, 1985.

L. Zingales, "In search of new foundations", Journal of Finance, vol. 55, n°4, p. 1623-1654, 2000.