



**HAL**  
open science

## Valeur actionnariale et responsabilité sociale de l'entreprise

M. Albouy

► **To cite this version:**

| M. Albouy. Valeur actionnariale et responsabilité sociale de l'entreprise. 2009. halshs-00533087

**HAL Id: halshs-00533087**

**<https://shs.hal.science/halshs-00533087>**

Submitted on 5 Nov 2010

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

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



www.cerag.org

Centre d'Études et de Recherches Appliquées à la Gestion\_ U.M.R. C.N.R.S. 5820

## CAHIER DE RECHERCHE n°2009-09 E2

Valeur actionnariale et responsabilité sociale de l'entreprise.

**ALBOUY Michel**



Unité Mixte de Recherche CNRS / Université Pierre Mendès France Grenoble 2  
150 rue de la Chimie – BP 47 – 38040 GRENOBLE cedex 9  
Tél. : 04 76 63 53 81 Fax : 04 76 54 60 68



## **Valeur actionnariale et responsabilité sociale de l'entreprise**

**Michel ALBOUY**

Professeur à l'IAE de Grenoble  
Université Pierre Mendès France

La thématique de la responsabilité sociale de l'entreprise (RSE) se trouve au cœur des grandes problématiques qui agite aujourd'hui le monde des entreprises, des dirigeants et des responsables politiques. C'est dire si elle fait l'objet de nombreux débats et si elle est fortement médiatisée. Cette médiatisation, si elle contribue à diffuser les messages de la RSE dans la société – ce qui n'est pas mauvais en soi -, n'est pas forcément de nature à éclaircir les principaux enjeux de cette nouvelle philosophie du rôle de l'entreprise au sein de la société. Beaucoup d'idées reçues et acceptées sans discussion sont en effet charriées dans le torrent tumultueux de la RSE. Par ailleurs, comme toute nouvelle mode managériale, elle fait l'objet d'une véritable rhétorique par les dirigeants des entreprises qui souhaitent être « politiquement RSE correct » et qui n'hésitent pas pour ce faire à utiliser la célèbre langue de bois des hommes politiques. Le jeu est d'apparaître le plus socialement responsable sans pour autant le faire.

Parmi les idées reçues sans discussion se trouve le rôle néfaste des actionnaires pour promouvoir l'idéal de la RSE. Ces derniers sont supposés n'avoir qu'une vision à court terme, exiger des taux de rentabilité exorbitants et être uniquement obsédés par le prochain bénéfice par action de leur société ou leurs dividendes. Bref, pour promouvoir l'idéal de la responsabilité sociale de l'entreprise il faudrait modifier l'équilibre des pouvoirs au sein des entreprises en introduisant dans le jeu décisionnel les autres parties prenantes (employés, clients, fournisseurs, créanciers, pouvoirs publics, voire organisations non gouvernementales). C'est tout l'enjeu de la valeur partenariale opposée à la valeur actionnariale.

La thèse que nous souhaitons défendre dans cet article est que le modèle de la valeur actionnariale n'est pas contradictoire avec la responsabilité sociale de l'entreprise. C'est

même le modèle qui - au-delà de la rhétorique partenariale - est, s'il est bien compris et appliqué, susceptible de développer la RSE à long terme dans une économie de marché mondialisée. En effet, on a besoin d'actionnaires fidèles pour traverser les crises d'un monde en grand changement. Sans leur soutien l'entreprise et sa responsabilité sociale risquent fort de sombrer en cas de tempête. C'est sur une mauvaise route glissante qu'on juge de la tenue de route d'une voiture. Cela vaut pour un modèle durable de gestion des entreprises. Quand tout va bien - bénéfices élevés, croissance forte - il est relativement facile de satisfaire les différentes parties prenantes de l'entreprise<sup>1</sup>. Par exemple, pour le personnel cela se traduit par des recrutements, des promotions à de nouveaux postes et des avantages personnalisés. C'est beaucoup plus difficile en cas de crise car il faut alors faire des arbitrages : long terme *versus* court terme, salaires *versus* profits, production interne *versus* sous-traitance, produire localement ou délocaliser, etc. La crise économique récente (2008-2009) illustre bien cette problématique et la faillite d'une gouvernance laxiste des entreprises. Par gouvernance laxiste nous entendons une gouvernance dans laquelle les actionnaires et leurs représentants n'exercent pas vraiment, pour toutes sortes de raisons, leurs pouvoirs sur un management tout puissant et qui poursuit ses propres objectifs. Cela vaut surtout pour les grandes sociétés à actionnariat dispersé puisque dans ce cas les actionnaires doivent s'en remettre au management sans avoir les moyens de contrôler leur comportement.

## **1. La valeur actionnariale n'implique pas que les dirigeants ignorent les attentes des autres parties prenantes et la responsabilité sociale de l'entreprise**

La RSE peut se définir comme l'intégration volontaire - c'est-à-dire au-delà des obligations légales - par les entreprises de leur rôle social, environnemental et économique. Elle représente une exigence qui concerne l'ensemble des activités de l'entreprise comme la production, la sous-traitance, la gestion des ressources humaines, la qualité de ses produits, son empreinte écologique, et son implication dans la vie publique.

### *1.1. La critique de la valeur actionnariale et la RSE.*

---

<sup>1</sup> Nous avons pu observer cela lors d'interventions auprès de la société Hewlett-Packard à Grenoble quand « tout allait bien ». Le retournement de situation et les suppressions de postes ont changé l'ambiance et les conditions pour les salariés. Cela ne signifie pas pour autant que cette société ne cherche pas à être responsable socialement, mais cela est plus difficile.

Comme la RSE suppose le respect de l'environnement et l'équilibre des intérêts des différentes parties prenantes de l'entreprise, il est facile de rejeter à cette aune le modèle de la valeur actionnariale. En effet, selon ce modèle, les dirigeants sont supposés gérer uniquement dans l'intérêt des seuls actionnaires ; ce qui serait en contradiction avec les intérêts des autres parties prenantes. Ainsi, pour de nombreux promoteurs de la RSE, cette nouvelle approche constituerait les prémisses d'une redéfinition nécessaire de l'entreprise et de ses relations avec la société civile et le pouvoir politique. Elle pourrait même déboucher sur une limitation effective du droit de propriété des actionnaires au profit des autres parties ce qui supposerait une véritable reconstruction du contrat social. C'est ce que proposent des chercheurs comme Hatchuel et Segrestin (2007) qui proposent de remplacer le statut de la société anonyme par celui d' « entreprise de progrès collectif ». Comme on peut le voir, l'enjeu n'est pas anodin. Le problème c'est que ce n'est pas par hasard si c'est le statut de la société anonyme faisant appel à des actionnaires qui s'est répandu sur la planète - Chine comprise – et non celui de la coopérative ouvrière de production.

Pour certains dirigeants, comme Franck Riboud<sup>2</sup>, PDG du groupe Danone, la crise impose de repenser le rôle de l'entreprise et « *il faut renouer les liens avec les fournisseurs, les salariés, les clients et les territoires* ». Beau programme partenarial dont on a vu récemment les effets avec les producteurs de lait<sup>3</sup>... Au-delà des discours, il nous semble que la crise repose une nouvelle fois l'équilibre des pouvoirs au sein des organisations entre les dirigeants, les actionnaires et les autres parties prenantes.

La critique des actionnaires n'est pas nouvelle. Dans son cours d'économie politique le professeur Jean Marchal (1967) faisait remarquer que « la propriété de l'actionnaire est malsaine. Des propriétaires qui ne pénètrent jamais dans l'usine qu'ils possèdent, qui ne savent pas où elle se trouve, et ce qu'on y fabrique, sont de singuliers propriétaires. Dans une telle situation, de simples droits de créance, matérialisés par des obligations donnant droit à un intérêt fixe, seraient bien plus adéquats. Mais donner des droits souverains dans l'entreprise c'est une absurdité. Des droits sans fonction correspondante tombent forcément en désuétude. C'est ce qui est arrivé aux droits féodaux, lorsque les fonctions de sécurité des seigneurs ont disparu par suite du développement de la monarchie. La déchéance des

---

<sup>2</sup> Franck Riboud, « La crise impose de repenser le rôle de l'entreprise », *Le Monde*, 3 mars 2009.

<sup>3</sup> Pour dénoncer la baisse du prix du lait, une soixantaine de producteurs laitiers du Lot ont investi le 30 mai 2009 le site de la fromagerie du groupe Danone à Lacapelle-Marival et ont déversé 10.000 litres de lait d'un camion collecteur.

actionnaires est inévitable. Tôt ou tard ils seront réduits à la situation de simples obligataires ».

Dans la foulée de la grande dépression économique de 1929, Berle et Means (1932) avaient de leur côté formulé de sombres prédictions sur l'avenir du capitalisme du fait de la séparation croissante entre propriété et gestion ; celui du passage de la firme de propriétaires à l'entreprise de managers. La théorie des droits de propriété et des relations contractuelles de son côté s'est efforcé de montrer que cette séparation constituait une adaptation efficace aux conditions économiques de l'environnement. C'est ainsi que Manne (1965) a montré qu'il n'était pas indispensable que les actionnaires se préoccupent activement de surveiller directement la gestion de leurs dirigeants dans la mesure où le marché financier exerce cette fonction de surveillance pour eux, notamment à travers le mécanisme de discipline des OPA et OPE. Encore faut-il que ce marché pour le contrôle des firmes ne soit pas trop entravé, serions-nous tentés d'ajouter.

Comme on peut s'en rendre compte, la place des actionnaires et leur pouvoir fait débat depuis bien longtemps. Nombreux sont ceux qui voudraient les voir déchoir et les ramener au niveau des autres parties prenantes. Le problème c'est que les actionnaires sont irremplaçables dans les entreprises privées. En effet, comme il est impossible de financer 100 % des actifs risqués (comme des projets d'investissement) par des capitaux qui ne souhaitent pas prendre de risque (obligations, crédits bancaires), il faut bien trouver des capitaux à risque. C'est le rôle des actionnaires que d'apporter ces fonds. Si l'on en juge par l'appétence des français pour les contrats d'assurance-vie en euros (placement sans risque), on s'aperçoit que le statut d'actionnaire n'est pas très recherché à cause justement du risque. En contrepartie de leur prise de risque ils exigent une rémunération supérieure à celle des financements sans risques. C'est la prime de risque, plus ou moins bien évaluée par les modèles financiers tels que le MEDAF<sup>4</sup>. Mais cette prime n'a rien de certain ni de contractuel ; ce n'est qu'une espérance de rentabilité future qui peut être déçue.

Dès lors que les actionnaires se retrouvent dans la position de créanciers résiduels, c'est-à-dire qu'ils sont rémunérés après toutes les autres parties prenantes, il paraît normal de leur confier le contrôle sur la mise en œuvre et l'exécution de l'ensemble des contrats que passe

---

<sup>4</sup> Modèle d'équilibre des actifs financiers ou *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) en anglais. D'autres modélisations ont été proposées depuis pour estimer cette prime de risque.

la firme avec ses autres parties prenantes (clients, employés, fournisseurs, créanciers financiers). L'actionnaire est le seul dans cette position d'arbitre entre les souhaits parfois contradictoires des autres parties prenantes. Pour atteindre les objectifs de rentabilité exprimés par les actionnaires, les dirigeants sont bien obligés d'être à l'écoute de la demande sociale des autres parties prenantes<sup>5</sup>.

### *1.2. L'actionnaire : un acteur ayant une place à part dans l'entreprise*

Les actionnaires ne sont pas une partie prenante comme les autres comme certains peuvent le penser. Ils devraient, en théorie ou comme le dirigeant-proprétaire, avoir un œil sur tout. En réalité, dès lors que l'entreprise devient importante et fait appel au marché, ils délèguent à des dirigeants (des managers professionnels) qu'ils nomment et qui sont supposés gérer dans leurs intérêts. D'où les problèmes de gouvernance. Dans quelle mesure les dirigeants gèrent dans l'intérêt de leurs mandants ? La réponse à cette question n'est pas évidente. Or, le principal risque vient bien des dirigeants<sup>6</sup>. Qui va contrôler les dirigeants si les droits des actionnaires sont diminués ? Peut-on vraiment croire que les clients, les fournisseurs et les employés sont en mesure de contrôler les dirigeants ? On peut compter sur les clients pour se tourner vers la concurrence si leurs attentes sont ignorées. De même, les fournisseurs peuvent jouer sur la qualité de leurs prestations si les contrats sont trop exigeants. Enfin, les salariés – tout au moins ceux qui le peuvent – vont chercher un autre employeur pour mieux valoriser leur capital intellectuel. On nous dira que les actionnaires peuvent également vendre leurs actions et ils ne s'en privent pas. Le problème est que si l'entreprise a été mal gérée sa valeur aura baissé et les actionnaires vont encaisser leurs pertes.

La contrainte exercée par les clients est bien plus forte que celle des actionnaires. Ce sont les clients qui permettent à l'entreprise de régler toutes ses charges. Sans client, impossible de faire vivre l'entreprise. Lorsque le chiffre d'affaires baisse, difficile de maintenir les emplois. Or, le client est exigeant et volage. C'est facile pour lui de changer de marque ou de fournisseur. Il s'embarrasse relativement peu des conditions dans lesquelles les produits

---

<sup>5</sup> Les déboires des constructeurs automobiles américains viennent d'une écoute insuffisante des consommateurs.

<sup>6</sup> A titre d'illustration, voir le cas de Vivendi et de sa gestion très controversée par Jean-Marie Messier. Actionnaires et salariés ont fait les frais de cette gestion incontrôlée. On pourrait malheureusement citer de nombreux autres cas.

qu'il achète sont fabriqués, au pire il ne les connaît pas<sup>7</sup>. Seul compte son intérêt dans ce que peut offrir l'entreprise et le rapport qualité-prix des produits. Difficile de faire du client final un partenaire, même si les entreprises cherchent par tous les moyens à les fidéliser. Le client n'a pas besoin d'être représenté au Conseil d'administration de l'entreprise pour se faire entendre : il est de loin la première préoccupation, voir l'obsession, des dirigeants.

Les fournisseurs peuvent bien évidemment devenir des partenaires de l'entreprise. Il est de l'intérêt bien compris de l'entreprise, et donc de ses actionnaires, d'avoir des fournisseurs fiables et de qualité<sup>8</sup>. Pour cela il est recommandé de les associer aux développements des projets, notamment de fabrication. Ceci étant, la relation donneur d'ordre – fournisseurs est rarement équilibrée et ces derniers sont souvent pressurisés et mis en concurrence.

Développer une relation à long terme et de confiance avec ses fournisseurs ne signifie pas les payer plus cher que le marché, surtout quand celui-ci se mondialise. Les fournisseurs sont fondamentalement attachés au contrat qui les lie avec l'entreprise et à sa bonne exécution. Sauf risque de faillite potentiel, les fournisseurs ne s'intéressent pas à la situation financière globale du donneur d'ordre.

Les salariés sont au cœur de la création de valeur de l'entreprise. Impossible de développer de nouveaux produits, de les fabriquer avec qualité, de les livrer dans les temps, etc. sans des employés motivés et impliqués. C'est ainsi que les dirigeants ne peuvent se permettre de négliger les conditions de travail de leurs employés, leurs rémunérations et leurs perspectives d'emplois. Pour attirer et retenir les meilleurs il faut bien s'aligner sur le marché et peut-être même en faire un peu plus<sup>9</sup>. Dans tous les cas, les salariés sont davantage intéressés à leurs emplois (actuels et futurs) qu'à la situation financière globale de l'entreprise. Rien ne les oblige à faire carrière à vie dans l'entreprise et ils n'hésitent pas à faire jouer la concurrence quand ils le peuvent. Certains parlent même de l'avènement des « mercenaires » pour parler de certains salariés plus attachés à leurs rémunérations qu'à leur entreprise.

---

<sup>7</sup> Sauf si on met à part les consommateurs « responsables » et ceux qui adhèrent au « commerce équitable ». Ces derniers représentent une petite minorité des clients.

<sup>8</sup> Les déboires de Boeing et d'EADS avec leurs sous-traitants dans la fabrication de leurs avions illustrent bien l'importance de la relation avec les fournisseurs. Les retards de fabrication ont davantage entraîné de pertes pour les actionnaires que pour les salariés.

<sup>9</sup> L'avionneur et chef d'entreprise Marcel Dassault avait pour habitude pour voir l'attractivité de son bureau d'études de s'informer sur l'origine des nouveaux ingénieurs. Il voulait recruter les meilleurs.



Pour conclure, à supposer que les dirigeants cherchent à créer de la valeur pour les actionnaires, ils ne peuvent se désintéresser des attentes des autres parties prenantes car la survie de leur entreprise en dépend. La maximisation de la valeur actionnariale (Albouy 1999), est en fait un jeu difficile qui s'opère sous de fortes contraintes aussi bien économiques liées à la concurrence sur les marchés des biens et services que légales (celles-ci pouvant être éventuellement renforcées, notamment en matière d'écologie).

## **2. Quel modèle pour développer la responsabilité sociale de l'entreprise ?**

Si la responsabilité sociale de l'entreprise existe bien et doit être encouragée, la question qui se pose est comment la promouvoir. Dans quelle mesure le modèle de la valeur actionnariale lui fait obstacle ? Est-ce que le modèle partenarial est plus à même de développer la RSE ?

### *2.1. De la responsabilité des actionnaires*

Parmi les critiques du modèle actionnarial, se trouve l'idée que les actionnaires ne sont pas juridiquement propriétaires de l'entreprise qui bénéficie d'une personnalité juridique distincte. C'est ainsi que la gouvernance d'entreprise française met l'accent sur « l'intérêt social de l'entreprise » plutôt que sur le seul intérêt des actionnaires. En droit cela est exact et bien entendu les actionnaires ne sont en fait propriétaires que de leurs actions. Mais ces actions leur confèrent des droits de propriété incluant le droit à l'information et au dividende, le droit de vote et le droit de distribution des actifs restants à la dissolution de la firme (Albouy, 2002). Ils peuvent aussi vendre leurs actions et participer à des OPA ou OPE ce qui se traduit par des changements très importants pour l'entreprise. L'exercice du droit de vote leur permet d'approuver ou pas la gestion des dirigeants, de les nommer ou de les révoquer et de se prononcer sur les principales décisions qui concernent la vie de l'entreprise. Financièrement, lorsque l'entreprise fait des bénéfices (des pertes) cela augmente (baisse) le patrimoine des actionnaires. Ainsi, si juridiquement ils ne sont pas « propriétaires de l'entreprise », ce sont bien à eux à qui les dirigeants rendent des comptes sur leur gestion.

Une autre critique vient du fait que les actionnaires ne sont pas les seuls créanciers résiduels. Les autres parties prenantes (salariés, fournisseurs, créanciers financiers, pouvoirs

publics) apportent à l'entreprise et prennent des risques en fonction de sa performance. C'est ainsi que les salariés vont supporter les conséquences d'une mauvaise gestion, que des fournisseurs peuvent voir leurs carnets de commande réduits et que des collectivités locales peuvent subir les conséquences d'une réduction d'activité. Tout cela est vrai mais doit être nuancé. En effet, les actionnaires sont les seuls en cas de faillite à perdre la totalité de leur capital. En cas de mauvaise gestion c'est eux qui vont voir leur capital amputé. Le risque qu'ils prennent n'est pas comparable aux autres parties prenantes. On peut illustrer cela avec le cas d'Eurotunnel une grande société cotée qui a fait perdre beaucoup d'argent à ses actionnaires alors que les autres parties prenantes (créanciers, employés, fournisseurs, collectivités locales) n'ont pratiquement rien perdu dans cette aventure rendue possible par l'enthousiasme des actionnaires (surtout français). Les investisseurs en capital risque dans de jeunes pousses savent qu'ils peuvent perdre une grande partie – sinon la totalité – de leur capital. L'aversion des français pour les actions vient de leur aversion pour le risque en capital et pourtant on a besoin de leur concours.

Certains<sup>10</sup> vont même jusqu'à dire que « l'absence de responsabilité des actionnaires réunis en société anonyme leur permet de percevoir les bénéfices de la performance sans risquer les pertes de valeur (environnementale et sociale) que l'activité de l'entreprise engendre, et pour lesquelles celle-ci est seule responsable devant les tribunaux ». Certes, mais si la société est condamnée à verser des dommages et intérêts (cf. le cas des marais noirs avec les pétroliers Exxon et Total), ce sont bien les actionnaires qui supporteront *in fine* le coût de la condamnation. Il est donc de l'intérêt des actionnaires de faire pression sur leurs dirigeants pour que ceux-ci respectent les réglementations. Il peut même être de leur intérêt bien compris d'aller au-delà des réglementations de façon à préserver l'image de la société auprès de ses clients, des pouvoirs publics et de ses actionnaires. En d'autres termes, ce sont les actionnaires qui peuvent peser sur les choix des dirigeants et qui doivent les contrôler à travers un renforcement et non une dilution (ou une diminution) de leur pouvoir.

C'est la voie choisie par l'ancien Président<sup>11</sup> de la SEC (*Securities and Exchange Commission*) qui a dans son rapport produit 78 recommandations. Parmi ces recommandations se trouvent le renforcement de la démocratie directe donnée aux

---

<sup>10</sup> In : *Le Monde* du 15 décembre 2009.

<sup>11</sup> Richard Breeden est intervenu à la demande du juge des faillites dans le cas de la survie de la société MCI (ex. WorldCom).

actionnaires de base et le renforcement de liens basés sur une convergence d'intérêts entre actionnaires et salariés. Le renforcement de la démocratie directe des actionnaires peut passer par la création de sites Internet spécialement dédiés aux actionnaires qui souhaitent alerter les administrateurs et les autres actionnaires de leurs inquiétudes, avec la possibilité de faire voter des résolutions sans passer par l'assemblée générale. Ce renforcement peut également passer par la facilitation des actions de *proxy contest* (batailles de procuration).

### 2.1. Des difficultés de la mise œuvre du modèle partenarial

Le modèle de la valeur partenariale nous semble souffrir de deux grandes difficultés pour promouvoir effectivement la RSE : un problème de mesure de la valeur partenariale et un problème de mise en œuvre ou de management.

#### a) Le problème de l'évaluation de la valeur partenariale

Il n'y a pas de gestion dans les organisations sans instrument de mesure. Bien que la plupart des instruments de gestion utilisés par les managers (budgets, bilans, mesures de rentabilité, etc.) soient contestables, ils sont indispensables et il est impossible de gérer sans eux. De ce point de vue, les mesures classiques de la valeur en finance, que ce soit la valeur actuelle nette ou l'EVA (*Economic Value Added*), ne sont pas exempt de faiblesses ou de limites. De même le cours de bourse ne saurait être une mesure parfaite de la performance de l'entreprise. Néanmoins, ces instruments – souvent complémentaires - existent et figurent sur le tableau de bord de l'entreprise ce qui permet de la piloter tant bien que mal.

Rien de tel dans le cas de la valeur partenariale. Hormis quelques tentatives de modélisation de la valeur actionnariale, force est de constater que l'opérationnalité du concept reste à forger. Par exemple, l'approche développée par Chareaux et Desbrières (1998) suppose l'identification des prix et des coûts d'opportunité pour les différents *stakeholders* ce qui la rend particulièrement complexe et difficile à mettre en œuvre.

Bien que la méthode des comptes de surplus de productivité globale ne permette pas de mesurer une valeur partenariale, cette méthode développée initialement en France à la fin des années soixante pour les grandes entreprises publiques (CERC, 1969) cherchait à valoriser les gains de productivité de l'entreprise et leur répartition entre les différentes

parties prenantes (salariés, fournisseurs, créanciers, actionnaire et entreprise). L'idée était qu'une entreprise publique en situation de monopole n'avait pas pour objectif de maximiser le profit mais de dégager par une meilleure gestion des gains de productivités qui devaient être partagés entre ses différentes parties prenantes. Les gains allant aux clients étaient mesurés par la baisse des prix, ceux des salariés par la hausse de leur rémunération, etc. Même relativement simple dans sa modélisation et dans son application (Albouy, 1983), la méthode des comptes de surplus de productivité globale n'a jamais réussie à s'imposer comme un véritable outil de gestion des entreprises publiques (SNCF, EDF, Télécom). Pourquoi ? Essentiellement parce qu'elle s'est heurtée à un problème de management. Si en effet tout le monde était d'accord pour maximiser le surplus de productivité globale (SPG), il en allait autrement pour se mettre d'accord sur sa répartition, d'autant plus que cette répartition passait par l'évolution future des prix des facteurs de production ; évolution qui était bien difficile de décréter *ex ante* entre les « partenaires ». Concrètement, comment demander des efforts de productivité aux salariés pour les retourner même partiellement aux clients sous forme de baisse de tarifs ?

b) Comment organiser le management de la valeur partenariale ?

Le modèle de la valeur actionnariale suppose qu'une fois prise en compte les contraintes exercées par les *stakeholders* sur la firme, les dirigeants agissent dans l'intérêt de leurs actionnaires. C'est à l'aune de cet intérêt ultime que les arbitrages entre les différentes parties prenantes doivent être réalisés avec plus ou moins de bonheur. La mission est donc claire, tout au moins en théorie car même dans ce cas, les dirigeants bénéficient de suffisamment de marges de manœuvres pour gérer en fonction de leurs propres intérêts.

Rien de tel avec le modèle de la valeur partenariale. On imagine mal comment organiser les arbitrages entre les différentes parties prenantes si ces dernières étaient réunies dans le même conseil d'administration. La présence des administrateurs salariés au sein des conseils nous éclaire sur ce point. En tant qu'élus des salariés, les salariés administrateurs se considèrent comme représentants de ceux-ci et se doivent de défendre leurs intérêts au sein du conseil, mais en tant qu'administrateurs, ils doivent défendre les intérêts de l'ensemble de l'entreprise. Dans les situations où ces intérêts divergent, nombre de salariés administrateurs choisissent de défendre les intérêts des salariés dans

la mesure où ils se considèrent mandatés par ceux-ci, au même titre qu'un délégué du personnel ou un élu de comité d'entreprise<sup>12</sup>. Peut-on imaginer des salariés administrateurs de Renault voter la fermeture de l'usine de Vilvoorde ?

Sur quelle base arbitrer les éventuels conflits d'intérêt entre les différentes parties prenantes ? Comment prendre des mesures difficiles de réduction des effectifs employés pour sauvegarder les intérêts à long terme de l'entreprise ? Comment faire accepter des délocalisations pour faire baisser les coûts de production et permettre à l'entreprise de survivre si le management est contrôlé par les salariés ou les pouvoirs publics ? Comme on peut l'observer à l'occasion des prises de contrôle (OPA, OPE), les salariés comme les responsables politiques – et c'est bien normal - privilégient l'emploi, ont tendance à s'opposer et ne voient que les conséquences à court terme de ces opérations de restructuration, même quand elles sont nécessaires<sup>13</sup>. En réalité, le modèle partenarial augmente les marges de manœuvre des dirigeants en leur permettant de choisir en fonction du moment la ou les parties prenantes à privilégier. Il y aura toujours une bonne justification à telle ou telle décision même si celle-ci entraîne *in fine* une réduction de la rentabilité de l'entreprise, une détérioration de son équilibre financier ou encore sa survie à long terme. L'actionnaire n'étant qu'une partie prenante comme les autres, les dirigeants sont délivrés de leurs exigences et de leur contrôle. Ainsi, on peut comprendre pourquoi les dirigeants sont généralement enclins à célébrer les vertus du modèle partenarial qui symbolise leur rôle d'arbitre et de gardiens de l'intérêt général ; bref le beau rôle.

Mais dans un tel scénario que vont faire les actionnaires ? Vont-ils se satisfaire d'une gestion qui ne répond pas à leurs exigences ? La réponse est bien évidemment négative. Ils risquent de voter avec leurs pieds et de quitter la société ainsi gérée. L'espèce risque même de disparaître. Or, dans l'économie de concurrence mondialisée que nous connaissons, les entreprises ont besoin d'actionnaires stables et fidèles, capables de les accompagner dans leur croissance et de les aider dans les moments difficiles. La dilution de leur pouvoir n'est pas de nature à développer l'actionnariat qui est déjà bien fragile en France. Ce manque d'appétence des français pour les actions se traduit par le fait que

---

<sup>12</sup> Bénédicte Bertin-Mourot et Marc Lapôte (2003).

<sup>13</sup> Les acquisitions réalisées par Schneider, notamment l'OPA sur Télémécanique, ont permis à ce groupe de devenir un leader mondial et de préserver l'emploi à long terme dans les sociétés concernées.

plus de la moitié du capital des entreprises du CAC 40 est détenu par des étrangers avec toutes les conséquences que cela peut avoir en terme de contrôle et de responsabilité sociale. A cet égard, nous rejoignons le point de vue de Beffa et Ragot (2009) qui estiment que "la vulnérabilité des sociétés françaises provient de l'absence d'un choix politique clair en termes de pouvoir actionnarial". Cette vulnérabilité n'est pas davantage un gage de développement de leur responsabilité sociale, bien au contraire.

## **Conclusion**

Etre actionnaire d'une entreprise, c'est adhérer à un objet social, à un projet créateur de valeur et à une promesse de plus-value. Dans une économie moderne soumise à une concurrence mondialisée et condamnée à l'innovation technologique, les entreprises ont besoin des actionnaires. Le pire serait que cette espèce vienne à disparaître. Dire cela ne signifie pas que les actionnaires doivent avoir tous les droits, demander une rémunération excessive et avoir une vision à court terme. Cela ne signifie pas également que les employés, les fournisseurs, les collectivités locales, le développement durable doivent être négligés, bien au contraire, et ceci dans l'intérêt bien compris à long terme des actionnaires. Ainsi et contrairement à la rhétorique managériale, le modèle de la valeur actionnariale ne constitue pas un obstacle à la responsabilité sociale de l'entreprise. C'est même vraisemblablement du renforcement du pouvoir des actionnaires sur le management que l'entreprise sortira renforcée pour assumer ses choix socialement responsables.

## **Références**

Albouy M., « Comptabilité de surplus », *Cahiers Français*, La Documentation Française, n° 210, Mars-Avril 1983, Notice 3.

Albouy M., « La mesure de la création de valeur : théorie, applications et limites », *Revue Française de Gestion*, n° 122, janvier-février 1999, p. 81-90.

Albouy M., « L'actionnaire : un apporteur de capitaux comme les autres ? », *Revue Française de Gestion*, vol. 28, n° 141, novembre-décembre 2002, p. 17-35.

Beffa J.-L. et Ragot X., « Le rôle de l'actionariat dans l'entreprise en France : horizon temporel et contrôle », in : J.-P. Touffut, éd., *A quoi servent les actionnaires ?*, Albin Michel, 2009.

Berle A. et Means G., *The Modern Corporation and Private Property*, Macmillan, New York, 1932.

Bertin-Mourot B. et Lapôte M., « *Gouvernement d'entreprise : fonctionnement des organes de contrôle et rôle des représentants des salariés* », Centre d'Analyse et de Recherche sur l'Innovation Sociale (CARIS), LSCI-CNRS, novembre 2003.

Centre d'étude des revenus et des coûts, « *Surplus de productivité globale et comptes de surplus* », *Document du CERC*, n° 1, 1<sup>er</sup> trimestre 1969.

Centre d'étude des revenus et des coûts, « *Productivité globale et comptes de surplus de la SNCF* », *Document du CERC*, n° 3-4, 3<sup>e</sup> et 4<sup>e</sup> trimestre 1969.

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

Hatchuel A. et Segrestion B., « *La société contre l'entreprise ? Vers une nouvelle norme d'entreprise de progrès collectif* », *Droit et Société*, n° 65, 2007, p. 27-51.

Manne H., « *Mergers and the Market for Corporate Control* », *Journal of Political Economy*, vol. 73, 1965, p. 110-120.

Marchal J., *Cours d'économie politique*, tome 1, 4<sup>e</sup> édition, Editions M.-Th Génin, Paris, 1967, p. 884.