

## Repenser l'entreprise et les théories qui l'analysent À propos de *Firm Commitment* de Colin Mayer

*Hervé Dumez*  
École polytechnique / CNRS



Les théories avec lesquelles nous analysons l'entreprise sont-elles fondamentalement fausses ? Les politiques qui s'appliquent à l'entreprise, soit qu'elles s'appuient sur ces théories, soit que ces théories n'aient été formulées que pour les justifier, sont-elles au mieux inutiles ou au pire perverses ? Sommes-nous incapables en un mot de mettre en place une description satisfaisante de l'entreprise ?

Le débat a été lancé dans le *Libellio* de l'été 2012 (vol. 8, n° 2) autour du livre de Blanche Segrestin et Armand Hatchuel, *Refonder l'entreprise*<sup>1</sup>. Colin Mayer, professeur de finance à l'Université d'Oxford, ancien doyen de la Said Business School, se pose les mêmes questions, dans des analyses qui rejoignent les leurs à partir d'une perspective différente.

### Le diagnostic

L'entreprise domine nos vies :

Our lives are dominated by it—we eat from it, travel in it, are entertained by it, talk to it, are born with it, and buried by it. (Mayer, 2013, p. 21)

Il existe environ 6 millions de firmes aux USA, 28 millions si on compte les *sole enterprises*, qui emploient 120 millions de personnes (2/5 de la population américaine) et représentent 30.000 milliards de dollars d'avoirs.

En 2010, le total de la capitalisation boursière mondiale était de 50.000 milliards de dollars. Si un crack fait baisser cette valeur de 20%, la perte est donc de 10.000 milliards de dollars, ce qui paraît énorme. Mais ce montant est en réalité dérisoire à côté du marché de la dette. En 2010 en effet, le total mondial des prêts au secteur privé était de 90.000 milliards de dollars. Auquel il faut ajouter le total mondial des obligations émises par les entreprises financières et non financières qui était de 60.000 milliards. Si on additionne le tout, on monte donc à 150.000 milliards de dollars. À titre de comparaison, le PIB mondial était en 2010 de 60 trillions par an. La dette

1. Le dossier est téléchargeable sur <http://lelibellio.com/>

mondiale globale des entreprises représente donc à peu près trois fois le PIB annuel mondial.

La capitalisation réelle est évidemment grandement sous-estimée dans ces chiffres puisqu'on n'a là que les firmes cotées. Même au Royaume-Uni, sur les 1000 plus grandes entreprises, seulement un quart sont cotées. En France ou en Allemagne, la proportion est encore plus faible, de l'ordre d'un cinquième. Donc, il faut sans doute multiplier la capitalisation des firmes cotées par un facteur trois pour obtenir le total réel de la capitalisation mondiale. On passe alors à 150.000 milliards. On a donc un équilibre entre la capitalisation et la dette, 150 trillions chacune, pour un total de 300 trillions. Les monstrueux 2 trillions de pertes enregistrées par les banques lors de la dernière crise sont relativisés.

Il y a environ 3 milliards de personnes employées dans le monde. Si on estime le salaire moyen annuel sur la planète à 10.000 dollars, sur une durée de travail de 40 ans, on atteint un chiffre de capital humain de l'ordre de 30 trillions de dollars. Ce capital est particulièrement exposé : 50% des employés dans le monde sont considérés comme en situation d'emploi vulnérable.

On a alors le tableau suivant qui est à la base du livre (Mayer, 2013, p. 36). À l'échelle mondiale, on a les chiffres suivants :

	En trillion de dollars
Marchés des actions ( <i>Market equity</i> )	50
Capitaux propres privés ( <i>Private equity</i> )	100
Prêts bancaires ( <i>Bank and other loans</i> )	90
Obligations ( <i>Bonds</i> )	60
Capital humain ( <i>Labour capital</i> )	30

Or il y a quelque chose de pourri dans le phénomène de l'entreprise tel qu'il se développe actuellement, qu'un professeur oxfordien de finance peut synthétiser en des termes dignes des études critiques en management :

At the same time as [firm] is feeding, housing, educating, and transporting us, it is also exploiting, polluting, poisoning, and impoverishing us [...] It is not an exaggeration to say that through their negligence, incompetence, greed or fraud, corporations are a threat to our livelihood and the world we live in. And the benefits and costs of the corporation will increase in the future. (Mayer, 2013, pp. 23-24)

D'où vient le problème ?

### Un tableau historique et comparatif

La Révolution industrielle s'est faite en Angleterre sous la forme de firmes familiales appuyées par des banques locales dans un contexte de concurrence féroce, de prise de risque, et donc de crises. On sous-estime selon Colin Mayer l'importance de ces banques et bourses locales. Au Royaume-Uni, durant le XIX<sup>e</sup> siècle, il existait 18 bourses régionales, qui toutes ensemble étaient aussi grosses que Londres. Ce

financement local favorisait les contacts entre les investisseurs et les dirigeants des entreprises. L'Act de 1844 établit la suprématie de la Banque d'Angleterre et ensuite est introduite la responsabilité limitée des banques. Des réseaux nationaux se créent, les banques locales disparaissent peu à peu. Ce n'est qu'après 1945 que la finance se concentre quasiment exclusivement à Londres, coupant les relations directes, locales, entre les investisseurs et les entreprises. Dans le même temps, les entreprises britanniques passent d'un moteur de croissance interne, en grande partie autofinancé et pour le reste financé par des investisseurs locaux (via les banques et les bourses locales) à un moteur de croissance externe, fondé sur les fusions et financé par des actionnaires dispersés et anonymes. Le même mouvement se rencontre aux États-Unis, que Berle et Means décrivent en 1932 comme le passage à la grande entreprise dont l'actionnariat est dispersé. Dans les années 50 apparaissent au Royaume-Uni les OPA hostiles.

Ce mouvement, insiste Colin Mayer, est très circonscrit : il touche essentiellement les États-Unis et le Royaume-Uni. En Europe, l'Allemagne ou la France ne connaissent pas la même évolution. De 1945 à 2000, par exemple, il y a eu, en tout et pour tout, trois OPA hostiles en Allemagne.

Ce qu'entend montrer Colin Mayer, c'est que d'une situation particulière, les États-Unis et le Royaume-Uni, et à partir de théories erronées (théorie de l'agence, valeur pour l'actionnaire, *corporate governance*), se sont mis en place des mécanismes privés et publics (régulation) qui ont profondément faussé la nature et le fonctionnement de l'entreprise.

### Les théories fausses de l'entreprise

À partir de l'analyse de Berle et de Means (1932), selon laquelle il existe un divorce entre la structure de la propriété (dispersée) et le pouvoir de décision dans la grande entreprise, se sont imposées la théorie de l'agence et la théorie de la valeur pour l'actionnaire. Les actionnaires confient un mandat aux dirigeants de l'entreprise et, en raison d'une asymétrie d'information, ces derniers peuvent prendre des décisions qui ne vont pas dans le sens de l'intérêt des premiers (la maximisation du profit). Il faut donc créer des incitations pour aligner les intérêts des dirigeants de l'entreprise avec ceux des actionnaires et des mécanismes de contrôle, donc mettre en place des mécanismes de *corporate governance*.

La théorie de la valeur pour l'actionnaire est simple : les actionnaires possèdent la firme et veulent donc que celle-ci leur rapporte le maximum. Ce qu'elle leur rapporte est exprimé par le cours de l'action. On est dans la finance pure. Mais, récemment, Theo Vermaelen (2009) est allé plus loin. Retournant les arguments des défenseurs des intérêts des parties prenantes, il a cherché des fondements à la théorie de la valeur pour l'actionnaire hors de la sphère financière, dans la philosophie morale. L'idée est la suivante. Le salarié est lié par un contrat à l'entreprise, contrat qui précise ce qu'il doit faire et ce qu'il recevra en retour de l'entreprise. Les banques sont elles aussi liées à l'entreprise par un contrat qui précise ce qu'elles ont prêté à l'entreprise et ce qu'elles peuvent en attendre en retour, combien, quand et sous quelles conditions. Les actionnaires n'ont pas de relation contractuelle avec l'entreprise. Ils en sont donc les partenaires les plus vulnérables et c'est au nom d'un point de vue éthique qu'ils doivent être protégés :

This turns the normal ethical argument on its head. It is not, as commonly asserted, the workers or the customers who are the exploited party; it is the shareholders. They are the people who commit their capital: once it is subscribed, it is permanent and cannot be withdrawn. The moral obligation

to uphold the interests of shareholders therefore derives from their unusual degree of exposure to the corporation. (Mayer, 2013, p. 29)

Cela ne veut pas dire que les managers ne doivent pas s'occuper des parties prenantes. Si, en s'occupant des employés au-delà de ce que le contrat prescrit, on améliore leur productivité, parfait ; si, en dépensant de l'argent pour l'environnement, la firme fait du profit, parfait également. On est allé dans le sens de l'intérêt des actionnaires, donc on a rempli son contrat moral.

Pour Colin Mayer, ces théories reposent sur des prémisses fausses et, au total, les descriptions de l'entreprise sur lesquelles les théoriciens et les politiques s'appuient sont profondément biaisées :

[...] the failure of conventional and unconventional paradigms [...] in providing a compelling description of the corporation. (Mayer, 2013, p. 4)

### **Pourquoi les théories fondamentales de l'entreprise sont-elles erronées ?**

Trois points fondamentaux rendent fausses les théories censées rendre compte de la nature et du fonctionnement de l'entreprise.

Le premier est que l'apport de capital par les actionnaires à l'entreprise doit être profondément relativisé. En réalité, paradoxalement, les actionnaires retirent plus de capital de l'entreprise qu'ils ne lui en apportent. Ceci est dû aux fusions et acquisitions. En 2009, celles-ci ont représenté 3 trillions de dollars, dont on pense que 50% sont partis en cash (les gains empochés par les actionnaires des firmes acquises), alors que les émissions nouvelles n'ont représenté que 700 billions. Entre 2007 et 2009, les entreprises ont racheté plus d'actions qu'elles n'en ont émises.

Le deuxième est que, contrairement à la vision développée par Theo Vermaelen, les actionnaires, si on leur donne un pouvoir excessif sur l'entreprise, sont capables d'exploiter ce pouvoir en transférant le risque des décisions prises sur les autres parties prenantes. Par un petit modèle, Colin Mayer montre que les actionnaires ont fortement intérêt à engager l'entreprise dans les investissements les plus risqués :

[...] it is very easy to devise strategies for earning 'abnormal' returns over extended periods of time before abnormal events that impose exceptional losses transpire. (Mayer, 2013, p. 52)

Colin Mayer en donne quelques exemples. Ceux qui sont lésés dans tous ces systèmes sont les générations futures.

In essence, there is substantial element of 'Ponzi schemes' in financial markets and, through financial innovation and the introduction of new financial instruments, these Ponzi schemes are becoming ever more complex and sophisticated. Since the new financial instruments are technically complex they can lure the best minds to engage in activities that are both intellectually demanding and far more lucrative than the conventional occupations in which they were employed. On the back of financial innovation, we are putting our scientists to work on devising new schemes that disguise the explosives stacked beneath our carefully accumulated financial wealth. (Mayer, 2013, p. 53)

Au total, on détourne les meilleurs esprits, notamment les ingénieurs, de la création de richesse réelle pour leur faire



*L'adoration des bergers – détail,  
Le Greco (1613-1614)*

développer des outils financiers sophistiqués et risqués au service des actionnaires. Si ces derniers sont chanceux, ils empocheront des bénéfices très élevés. S'ils sont malchanceux, ils pourront transférer les pertes aux prêteurs, dont les banques, et ces prêteurs se retourneront vers l'État et le contribuable pour que soit évitée la crise systémique. On accusera les dirigeants de l'entreprise d'avoir pris des risques inconsidérés. Et on prônera comme solution une meilleure *corporate governance*, c'est-à-dire un pouvoir accru des actionnaires pyromanes :

[Shareholders] will hire executives who will be paid handsomely to undertake the investment and promote it with complete conviction to creditors as a shoo-in low-risk winner. Executives will be rewarded irrespective of the performance of the investment, which in the above scenario is outside their control—they will be rewarded for picking what from the point of view of shareholders is indeed a winner. If the world is unfortunate enough to encounter the bad outcome, creditors will howl all the way to the government. The government for its part will accuse executives of outrageous conduct, subject them to public humiliation, urge shareholders to take a more active interest in the management of their corporations, and tell them to do a better job of aligning managerial with their own interests. Shareholders will duly respond by paying their executives still more to select even larger higher-risk investments in the future. (Mayer, 2013, pp. 38-39)

Le problème est démultiplié par le fait que le pouvoir a été donné aux actionnaires également au niveau des banques. Dès lors, le mécanisme pervers joue à la puissance dix : les banques elles-mêmes, poussées par leurs actionnaires, prennent des risques de plus en plus grands :

It is however particularly acute in banks because they have so much debt in the form of deposits and bonds. As a consequence, there is a particularly strong incentive on shareholders to encourage their directors to gamble with their money—if the gambles pay off then they profit, if the gambles fail then creditors lose—head I win, tails you lose. (Mayer, 2013, p. 62)

Et, à nouveau, quand une crise survient, on explique qu'il faut redonner le pouvoir aux actionnaires pour qu'ils contrôlent mieux les dirigeants des entreprises et des banques. Au total, le mécanisme pervers perdure, et on enchaîne crise sur crise, chaque fois de plus grande ampleur que la précédente. Le cycle est infernal :

A damaging cycle of shareholder mistrust prompting greater shareholder activism, which in turn prompts a more self-interested response on the part of directors, has been set in train. (Mayer, 2013, p. 200)

Le troisième point est lié au fait que les théories à la mode depuis des dizaines d'années passent à côté de la vraie nature de l'entreprise.

### **La vraie nature de l'entreprise**

La vision qui s'est imposée avec la théorie de l'agence et de la valeur pour l'actionnaire énonce que la séparation entre la propriété (l'actionnaire) et la prise de décision dans l'entreprise est un mal auquel il faut remédier en redonnant du pouvoir à l'actionnaire. C'est méconnaître très profondément la nature de l'entreprise. Celle-ci a été créée pour être une entité autonome, indépendante des actionnaires :

The corporation is a legal entity that has an existence in law that is not dissimilar to you or me. It is a legal personality that is distinct from the people who own it, and those who run it. It can undertake activities, raise finance, open bank accounts, and pay others under its own name. It can sue and be sued, employ and be employed. It can be dormant at some times and

active at others. It has been the source of some of the most important inventions and innovations in the world, brought modern technology to people's homes, created communities, and built cities. (Mayer, 2013, p. 22)

Et c'est parce qu'elle a une existence séparée de celle de ses actionnaires que l'entreprise peut fonctionner :

This is not a distortion or a deficiency of the corporation; it is quite deliberately structured to allow shareholders to establish outcomes that they would otherwise be incapable of achieving. (Mayer, 2013, p. 174)

La théorie de la valeur pour l'actionnaire est fautive – ou profondément biaisée – parce qu'elle ignore la nature réelle de l'entreprise qui est, précisément parce qu'elle apparaît séparée de ses actionnaires, un dispositif de création d'engagement :

In an exact reversal of the problem suggested by Berle and Means of dispersed shareholders, from the perspective of firm commitment, the separation of ownership and control is a benefit, not a cost. (Mayer, 2013, p. 147)

C'est la réalité fondamentale de l'entreprise :

Corporations are commitment devices. (Mayer, 2013, p. 145)

L'engagement peut se définir :

Commitment has substance. I can measure the volume of it from the depth of capital committed, the length of time for which it is committed, and the breadth of activities to which it applies. A large amount of capital that can be withdrawn instantaneously is of little value, as is a negligible amount of capital committed for a long time or a lot of capital for activities of negligible significance. (Mayer, 2013, p. 145)

L'engagement n'est pas réservé au capital. Dans les entreprises familiales, la famille impose souvent des valeurs à l'entreprise. On estime généralement que ceci se fait au détriment du profit. Mais en réalité, l'engagement de la famille entraîne l'engagement des autres parties prenantes :

[It] provide[s] fixed points of sentiment for other stakeholders. (Mayer, 2013, p. 149)

En plus de l'engagement, il y a un second trait fondamental de l'entreprise : elle est un dispositif de contrôle (control device) (Mayer, 2013, p. 149) :

A corporation is a two-faced organ. It has to justify the commitment of those who invest in it and exercise control over those who depend on it. (Mayer, 2013, p. 228)

L'engagement vient du capital, financier et intellectuel, que des actionnaires ou des parties prenantes investissent de manière crédible dans l'entreprise. Les parties qui n'ont pas de capital ne peuvent pas manifester un engagement crédible dans l'entreprise. Ils risquent dès lors d'être exclus du monde économique. En réduisant les choix possibles pour les parties prenantes sans capital, les firmes en tant qu'institutions leur permettent d'accroître leur engagement donc d'entrer dans le jeu économique.

Les firmes sont donc à la fois des dispositifs d'engagement et de contrôle. Elles articulent les deux, contrôle et engagement. Mais ces dernières années, l'engagement a baissé au profit du contrôle. La rémunération extravagante des dirigeants en est le signe :

The changing nature of the corporation has meant that it has become progressively less a commitment mechanism and increasingly a control device. We no longer trust the corporation to look after our interests and

with considerable justification, because the corporation can no longer offer commitments in the way in which it could when finance came from local banks, ownership was concentrated, capital was permanent, and executives could uphold the interests of other stakeholders. (Mayer, 2013, p. 151)

Encore une fois, il faut renverser les idées admises. L'intérêt de l'entreprise est qu'elle existe de manière séparée de ses actionnaires, donc qu'elle est capable de s'engager de manière indépendante :

The significance of the corporation as a distinct legal entity is its ability to commit in a way in which other organizations cannot. (Mayer, 2013, pp. 153-154)

Bref :

Commitment and control lie at the heart of the corporation and achieving the right balance between the two is critical to its success. (Mayer, 2013, p. 154)

The success of the corporation depends on its ability to balance its powers of commitment and control. (Mayer, 2013, p. 234)

L'entreprise peut donc être définie comme un dispositif de création d'engagement à l'égard du collectif. Or, le mécanisme s'est déréglé avec un pouvoir trop grand donné aux actionnaires. La crise est venue, selon Colin Mayer des OPA hostiles et de la menace qu'elles font peser en permanence sur les firmes.

### Les raisons de la crise

En 2011, les OPA hostiles ont représenté 3.000 milliards de dollars. De manière plus générale, chaque année, environ 2% du capital par actions (*equity*) mondial est concerné par les fusions et acquisitions. Le système profite d'abord aux actionnaires de la firme acquise. Il profite ensuite aux avocats, aux banquiers d'affaires et aux consultants. La théorie énonce que ces OPA hostiles ou plus ou moins amicales ont une fonction essentielle dans le système : elles sanctionnent la mauvaise performance des managers en termes de création de valeur pour l'actionnaire. La réalité ne correspond pas à la théorie :

Hostile takeovers should be disciplining bad management, but they do not target particularly poorly performing firms. (Mayer, 2013, p. 102)

En réalité, en effet, les OPA hostiles ne portent pas sur la performance passée, mais sur le futur. Les prédateurs estiment qu'on peut faire avec la firme des choses beaucoup plus risquées (voir plus haut) que ce que faisait le management en place. On prend donc non pas une firme en difficulté ou en état de faible performance, mais une firme qui marche plutôt bien, et on la dirige vers des stratégies plus risquées :

So hostile takeovers are not so much about correcting poor performance or disciplining bad management as changing the strategy of middle-of-the-road performers so that they become top performers. They therefore reflect disagreements over future strategy rather than past performance. (Mayer, 2013, p. 103)

Le Royaume-Uni est certainement le pays au monde qui est le plus favorable aux acquisitions hostiles. En France ou en Allemagne, et même aux États-Unis, elles sont plus difficiles. Aux yeux de Colin Mayer, elles sont la cause première du dérèglement de l'entreprise qui est passée sous la coupe des actionnaires.

## Les impasses de l'autorégulation et de la régulation

Soumises à la pression des actionnaires, les firmes se lancent dans des stratégies risquées, distribuent d'abord des dividendes aux actionnaires, puis éventuellement s'effondrent, en ayant auparavant mis en danger les parties prenantes, au premier rang desquelles les générations futures. La théorie récente a développé des analyses selon lesquelles il devrait exister une sorte d'autorégulation par les phénomènes de réputation. Une firme, pour avoir un bon accès aux marchés financiers et au marché du travail notamment, doit jouir d'une bonne réputation. Elle devrait donc veiller à ne pas prendre de risques excessifs et à ne pas se trouver en situation d'être dénoncée par les médias et les ONG pour des comportements non respectueux de son environnement et de l'environnement. On pourrait alors dire que le marché discipline le comportement des firmes. Mais ce n'est pas exactement cela. Car le phénomène ne joue que si la firme est sanctionnée pour avoir lésé ses actionnaires et ses clients. Par contre, si la firme a lésé d'autres firmes ou d'autres gens, elle n'est pas sanctionnée par le marché.

So, as you might expect, the stock market is a very selfish policeman. It only inflicts penalties on corporations, which, by their actions, have damaged the corporation itself. Where the corporation has damaged other people or other corporations, then far from penalizing it, the stock market might even reward it for enhancing its profits. (Mayer, 2013, p. 47)

En cas d'infraction aux règles de l'environnement, la sanction du marché est égale à l'amende et ça ne va pas plus loin (Karpoff *et alii*, 2005). Il n'y a de chute que quand le gouvernement s'en mêle, comme cela a été le cas pour Shell dans le Golfe du Mexique.

Si la réputation ne fonctionne pas comme mécanisme correcteur, la régulation le peut-elle ?

Pour Colin Mayer, la régulation est pire que le mal pour toute une série de raisons. La première est que la régulation est a-cyclique : elle ne réfrène pas la spéculation dans les périodes fastes, et elle précipite et aggrave la crise lorsque celle-ci advient. Mais surtout, on pense que la régulation décourage les conduites immorales alors qu'elle a l'effet rigoureusement inverse : elle les promeut. Et plus on met de régulation pour essayer de réparer les brèches, plus la situation empire. Il suffit de constater ceci : les institutions qui ont le plus plongé dans la crise sont celles qui étaient les mieux classées en termes de *corporate governance*. Ce n'est pas un hasard :

The difficulty is that in the process of solving one problem—the relation between shareholders and their managers—regulators are creating another—the relation between shareholders and creditors—the latter potentially being the more serious problem in some institutions, such as banks. (Mayer, 2013, p. 63)

Au total, et le chapitre consacré par Colin Mayer à la régulation est assez dévastateur, la régulation est au mieux un pansement sur une jambe de bois, au pire, ce qui est plus probable, un mécanisme pervers :

Since neither incentives nor reputations can be relied on to align the interests of companies with those of society more generally, we turn to third parties, namely governments and regulators to do this for us. However, all this does is to promote the development of another profitable industry, namely regulatory avoidance, and mechanisms for minimizing the impact of regulation on the pursuit of private gains. Indeed, regulation can create the very problem which it seeks to avoid by driving corporations in common, inappropriate directions that then have unintended side effects, such as the



intensification of risks of systemic failures and greater burdens on the taxpayer. (Mayer, 2013, p. 68)

Il n'existe donc pas de mécanisme autorégulateur, comme le pensent les théoriciens de l'autorégulation, ni de mécanisme de régulation. Que faut-il faire ?

### Repenser l'entreprise

Le premier point souligné par Colin Mayer est qu'il n'existe pas de solution universelle. Si la régulation échoue si fortement, c'est précisément qu'elle cherche à imposer des règles à toutes les entreprises – en matière de *corporate governance* notamment.

La diversité est essentielle. Il n'existe pas de loi générale :

There are no simple universal laws, such as the corporate governance codes which companies around the world have been urged to adopt by international agencies like the OECD. These can be damaging not only in advocating the adoption of inappropriate procedures, but also by imposing too much uniformity on corporate practices. They thereby threaten to create the global systemic failures that they seek to avoid. (Mayer, 2013, p. 231)

Il faut donc chercher de nouvelles formes d'entreprise, qui essaient d'éviter les excès de l'actionnariat dispersé et de l'activisme des actionnaires institutionnels, et ceux de la firme familiale (les risques engendrés par les déchirements familiaux et l'excès de pouvoir des dirigeants) et revenir au cœur de l'entreprise, l'engagement. On sait également par quoi pèchent les descriptions de l'entreprise faites par les économistes :

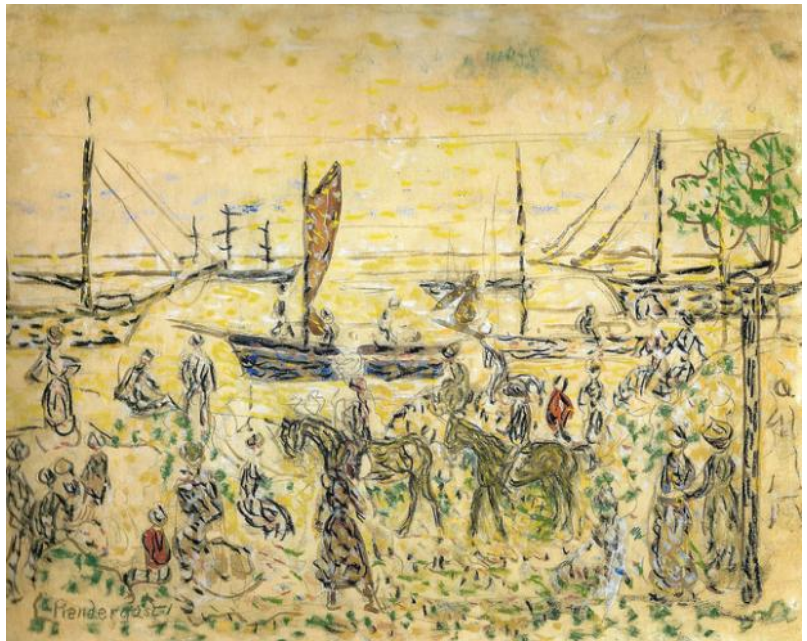
The defect of existing economic models of the corporation is in not recognizing its distinguishing feature—the fact that it is a separate legal entity. The significance of this stems from the fact that it is thereby capable of sustaining arrangements that are distinct from those that its owners, its shareholders, are able to achieve. In viewing the corporation as the instrument of its shareholders, existing models that emphasize the role of the corporation in combining factors of production like capital and labour, reducing transaction costs, and being a nexus of contracts with different parties, fail to appreciate its more significant role in contributing to economic efficiency and prosperity. It can commit to others in a form in which its owners are not able to on their own. (Mayer, 2013, p. 242)

Comment caractériser la firme de manière plus juste ?

There are five key features of a corporation: (i) a legal personality distinct from its owners and its managers; (ii) centralized management by a board of directors, (iii) shared ownership of capital, (iv) transferable shares, and (v) limited liability. (Mayer, 2013, p. 183)

C'est la manière dont historiquement la firme est apparue au Royaume-Uni. La firme (corporation) repose sur une double séparation :

There are two forms of separation that are critical to the creation of the legal personality of the corporation. The first is the separation of the assets and liabilities of the corporation from those of the investors. The second is the



*Le rivage,*  
Maurice Prendergast  
(1915)

separation of the management of the corporation from its ownership.  
(Mayer, 2013, p. 184)

La première est obtenue par l'*asset partitioning*, qui a un volet affirmatif (la protection de la firme vis-à-vis des créanciers et des actionnaires) et un volet défensif (la protection des actionnaires vis-à-vis des créanciers, c'est la responsabilité limitée). La seconde est la séparation entre les dirigeants et les propriétaires. Elle est marquée par l'existence d'un conseil d'administration.

Pour Colin Mayer, encore une fois, il n'y a pas de règle universelle. Par exemple, s'il critique l'actionnariat dispersé, l'activisme des actionnaires et le court-termisme, il considère que ces dispositions ont eu du bon dans les années 80 pour sortir de l'ornière où un poids trop puissant du syndicalisme l'avait fourvoyée.

As a result, there is not a universally superior form of ownership and governance of firms which is suited to all firms at all times; instead, some arrangements are better suited to certain activities at particular points in time. (Mayer, 2013, p. 189)

Ce fut l'erreur de la crise et de sa régulation : le système dans son ensemble doit être régulé pour éviter le risque systémique. Par contre, les agencements institutionnels micro ne doivent pas être uniformisés. Une pandémie est un problème de politique de santé. La manière dont les médecins généralistes s'occupent de leurs patients doit être laissée à leur initiative. On a fait l'inverse.

Achieving diversity at the level of individual corporations is critical for the performance of corporations and their potential to thrive and survive.  
(Mayer, 2013, p. 190)

Beaucoup de firmes anglaises avaient été créées au XVIII<sup>e</sup> siècles et avaient traversé deux guerres mondiales et la fin de l'Empire. Elles n'ont pas survécu aux années 80. Les seules à l'avoir fait sont des firmes familiales. Les firmes démantelées l'ont été parce qu'elles étaient multi-activités. Elles reposaient pourtant généralement sur la qualité.

The deficiency of the dispersed ownership corporation is that it forces financial benefit to be the driver (for fear of a loss of control if it is not pursued) and in the process it drives out quality and reliability as the primary objectives. (Mayer, 2013, p. 191)

Pourtant il ne s'agit pas d'éliminer l'exigence du profit, seulement de reconnaître que l'existence de la firme est liée à une pluralité de valeurs :

The values of the corporation can and should be many. (Mayer, 2013, p. 193)

Dès qu'on se focalise sur une valeur, en effet, on échoue :

The mistake of those who try to apply, for example, payment by results in the health service is to seek to impose a narrow set of values on a broad range of activities. (Mayer, 2013, pp. 193-194)

Les marchés ont des avantages. Ils évitent les pressions politiques que d'autres financeurs peuvent exercer sur la firme. Les firmes familiales ont des avantages, l'implication de long terme, mais aussi des inconvénients : les querelles de famille et le fait que des membres de la famille peuvent vouloir ponctionner la firme pour leurs besoins personnels. Il faut donc chercher à combiner les deux. L'une des firmes les plus performantes au monde est Tata. Ironie de l'histoire, elle contrôle d'anciens fleurons britanniques comme Jaguar, Land Rover et Tetley Tea. Elle est familiale depuis cinq générations. Elle est possédée pour les deux tiers par les trusts auxquels la famille a confié sa fortune. Ces trusts contrôlent, mais ils ne gèrent pas. Cette

forme d'entreprise, la *trust firm*, repose sur une combinaison d'engagement et de protection de l'investisseur :

One approach to this is what I term the 'trust firm'. A trust firm is a corporation that has a board of trustees who are the guardians of the corporation's stated values and principles. As in the case of the trustees of the Tata group, they do not interfere in the day-to-day running of the firm, but do ensure that the firm has clearly articulated values and principles and abides by them. (Mayer, 2013, p. 201)

Il y a deux avantages. Le premier est qu'on a une séparation entre les dirigeants et le contrôle, ce que ne garantit pas dans le système actuel la présence d'administrateurs indépendants dans les conseils d'administration. Le second est qu'on a un équilibre entre les valeurs de l'entreprise, celles des parties prenantes et celles des actionnaires qui permet le *commitment* dont la firme va bénéficier. Autre avantage, l'intégration de valeurs publiques et privées :

As will be discussed further below, one of the attractions of the trust firm is that within one organization public and private values can be integrated instead of, as at present, relying on separate regulation or public-private contracts to align private with public interests. (Mayer, 2013, p. 202)

While the board of trustees uphold public interests, they are not regulators. Their role is to ensure that the interests of shareholders as well as stakeholders are respected. (Mayer, 2013, p. 221)

Fidèle à sa position prêchant la diversité, Colin Mayer estime que la *trust firm* n'est pas valable universellement. Elle paraît bien adaptée quand une entreprise familiale grossit et a besoin de se financer sur le marché.

One particular form of the trust firm is the cooperative or mutual society in which there is no separation between ownership and employees. (Mayer, 2013, p. 204)

L'avantage est qu'il n'y a pas de conflit entre actionnaires et parties prenantes. L'inconvénient est qu'on ne peut pas recourir au marché. Donc, un tel dispositif convient mieux pour des firmes ayant des besoins en capital limités (les services, par exemple).

Ainsi, la première solution consiste à confier le contrôle de l'entreprise à des *trustees* qui seuls peuvent garantir la multiplicité des valeurs sur laquelle l'entreprise ne peut que et doit fonctionner :

The contribution of the trustees will be reflected in wise, informed, and balanced judgment about the conflicting values of the corporation. (Mayer, 2013, p. 269)

Le second moyen d'augmenter le *commitment* est de retrouver un investissement de long terme. Il faut lier les droits de vote des actions au temps pendant lequel elles sont détenues. À l'heure actuelle, les investisseurs de court terme et les investisseurs de long terme sont traités de la même manière :

Shareholders should be able to register the period for which they intend to hold shares and be rewarded (for example, prorata) in votes in relation to the length of time remaining before they are able to dispose of their shares. So a share with ten years to maturity might have ten times the votes of one with one year to maturity. (Mayer, 2013, p. 208)

En matière de gestion de l'entreprise, on devrait au contraire adopter le principe : « *no representation without commitment* » (Mayer, 2013, p. 209). L'avantage de la *trust firm* est qu'elle peut protéger les générations futures en permettant de gérer la tragédie des *commons* :



In effect, through a combination of overlapping shareholdings, weighting control to longer-term horizon shareholders, and requiring firms to uphold their values, companies can maintain consistently long shareholder horizons which reflect the interests of future as well as current generations of stakeholders. It is as if future generations of stakeholders have been granted votes over the current policies of the firm by conferring control on shareholders who have an interest in the long-term preservation of capital value. Far from abusing the interests of future generations of stakeholders, shareholders now become the vehicle by which they are granted a voice. (Mayer, 2013, p. 227)

Il faut aussi essayer d'autres formes de conseils d'administration (*boards*) avec diverses solutions possibles :

Boards can vary from conventional executive dominated arrangements to boards of trustees. Shareholders can span the dispersed short-term investors that now dominate many companies to long-term committed participants. Different governance arrangements and structures can and should co-exist both within companies and countries. There are dual board structures and dual class shares; there are companies with and without takeover defences in particular countries; and there are companies that fundamentally alter their ownership and governance arrangements as they develop. (Mayer, 2013, p. 235)

À l'heure actuelle, les administrateurs indépendants confondent une fonction de conseil pour les décisions des directeurs et de contrôle. Là, les deux fonctions sont séparées. Le *board of trustees* est séparé et contrôle.

La nouvelle approche de l'entreprise, prônée par Colin Mayer, repose donc sur trois piliers – la reconnaissance du fait que l'entreprise fonctionne sur des valeurs multiples, l'établissement d'un conseil de garants de ces valeurs (*board of trustees*) et la création d'actions aux droits liés à un engagement de long terme dans l'entreprise :

These three straightforward adaptations of current arrangements—establishing corporate values, permitting the creation of a board of trustees to act as their custodians, and allowing for time-dependent shares—together solve the fundamental problems of breaches of trust in relations to current and future generations. They can be achieved by recognizing that the membership of the corporation may extend beyond shareholders to other stakeholders and that equality of treatment of shareholders is not the same as equality of treatment of shares. The corporation should incorporate the interests of all parties that contribute to its development and reflect the length as well as the breadth and depth of their commitment. (Mayer, 2013, pp. 247-248)

La *trust firm* règle les problèmes moraux de la firme en garantissant le respect des intérêts des parties prenantes et en favorisant l'investissement de long terme. Les autres méthodes ne fonctionnent pas et ne peuvent pas fonctionner à cause de l'horizon de court terme.

## Conclusion

Il s'agit, pour Colin Mayer, de sortir d'un équilibre de basse confiance pour augmenter cette dernière et permettre à l'entreprise de répondre à nouveau à ce qu'elle doit être : un dispositif de création d'une implication collective (*commitment*). Pour cela, il faut rompre avec le pouvoir excessif des actionnaires, qui, exercé notamment sur les banques, fait courir des risques excessifs au système économique le conduisant de crise en crise, la prochaine

étant toujours pire que la précédente. Ce passage d'un équilibre à l'autre suppose quatre étapes, selon l'auteur. La première est un changement de paradigme. La deuxième est une révolution dans l'éducation : il faut arrêter d'enseigner des théories erronées aux étudiants. La troisième est une révolution des politiques, nationales et internationales. La quatrième est la diffusion mondiale de nouveaux modèles d'entreprise. Il ne s'agit pas d'imposer un modèle universel, mais de permettre de nouvelles expérimentations.

Il faut espérer que ce livre, comme celui de Blanche Segrestin et d'Armand Hatchuel, marquera le point de départ d'une nouvelle réflexion sur l'entreprise, et d'une évolution dans les pratiques.

### Références

- Berle Adolf & Means Gardiner (1932) *The Modern Corporation and Private Property*, New York, Macmillan.
- Karpoff Jonathan, Lott John & Wehrlt Eric (2005) "The reputational penalties for Environmental violations: Empirical evidence", *Journal of Law and Economics*, vol. 48, n° 2, pp. 653-675.
- Mayer Colin (2013) *Firm Commitment. Why the Corporation is failing us and how to restore trust in it*, Oxford, Oxford University Press.
- Segrestin Blanche & Hatchuel Armand (2012) *Refonder l'entreprise*, Paris, La République des idées/Seuil.
- Vermaelen Theo (2009) "Maximizing Shareholder Value: An Ethical Responsibility?", in Smith Craig & Lenssen Gilbert, *Mainstreaming Corporate Responsibility*, Chichester, Wiley, pp. 206-218 ■