

Les conditions politiques au développement de la firme managériale

Mark J. ROE
Columbia Law School

Classification JEL : G380, K220, P160

Correspondance :
Columbia Law School
Tél. : 1 212 854 5441
Email : mroe@law.columbia.edu

Résumé : La firme managériale domine la vie économique américaine. Cependant, dans la plupart des autres nations développées, la propriété n'est pas dispersée mais concentrée. Les sociales démocraties font pression sur les dirigeants pour qu'ils ne licencient pas. Les actionnaires des firmes managériales, dans ces régimes, supporteront donc des coûts d'agence supérieurs, ce qui explique en grande partie la concentration de l'actionnariat. Le lien entre le positionnement politique et la structure de propriété est confirmé lorsqu'on fait une corrélation entre ces deux dimensions. Nous proposons ainsi une explication de nature politique à la concentration de la propriété en Europe mais aussi à l'émergence de la firme managériale aux États-Unis, à savoir, la faiblesse des pressions sociales et politiques exercées sur la firme américaine.

Mots clés : coûts d'agence – firme managériale – sociale démocratie – structure de propriété.

Abstract : The large publicly held firm dominates business in the United States. But in other economically advanced nations, ownership is not diffuse but concentrated. Social democracies press managers to stabilize employment. Hence, public firms there will have higher managerial agency costs, and large-block shareholding will persist. Indeed, when we line up the world's richest nations on a left-right political continuum and then line them up on a close-to-diffuse ownership continuum, the two correlate powerfully. We thus uncover not only a political explanation for ownership concentration in Europe, but also a crucial political prerequisite to the rise of the public firm in the United States, namely the weakness of social democratic pressures on the American business firm.

Keywords : agency costs – large public firm – social democracy – ownership structure.

La grande firme privée, avec un actionnariat dispersé et des titres cotés sur un marché financier très liquide – la firme managériale – représente la forme organisationnelle qui domine la vie économique aux États-Unis. Malgré sa persistance, elle présente des handicaps bien connus, notamment la fragilité des liens qui unissent les dirigeants aux actionnaires. Si les actionnaires redoutent fortement l’opportunisme ou l’incompétence des dirigeants, ils investiront prudemment ; si leurs craintes sont particulièrement fortes, ils renonceront à investir et d’autres structures de propriété s’imposeront. Mais les problèmes centraux associés à la convergence des intérêts entre dirigeants et actionnaires aux États-Unis ont été réduits à des niveaux acceptables ; les investisseurs ne craignent pas suffisamment les dirigeants pour qu’ils renoncent à investir. En fait, ces problèmes ont été si bien résolus qu’ils ont conduit à négliger les conditions politiques nécessaires à leur résolution et permettant de concilier les intérêts des dirigeants américains et ceux d’un actionnariat dispersé.

Notre thèse dans cet article est que les problèmes centraux de la firme managériale ne peuvent être résolus facilement, voire sont impossibles à résoudre, dans une démocratie dont le caractère social est fortement affirmé. Les sociales démocraties incitent les dirigeants à ne pas tenir leurs engagements envers les actionnaires ce qui rend plus difficile l’harmonisation des intérêts entre les deux parties. En étudiant la façon dont les sociales démocraties affaiblissent les liens qui unissent les actionnaires aux dirigeants, il est possible de découvrir une condition politique nécessaire pour garantir l’émergence et la persistance de la firme managériale aux États-Unis, à savoir l’absence d’une sociale démocratie et, de façon concomitante, des pressions importantes qu’un tel régime exerce sur les firmes.

Contrairement aux États-Unis où s’impose la firme managériale, c’est soit la firme familiale, soit la firme cotée à actionnariat concentré, qui domine la vie économique en France, en Allemagne, en Italie, et en Scandinavie. Le système de la banque principale qui s’accompagne d’un actionnariat dominé par la banque a été historiquement important au Japon, et semble pouvoir conserver un rôle significatif. Comment

peut-on expliquer cette différence entre les États-Unis et la plupart des nations du monde développé, et le fait que cette différence persiste ?

Les firmes managériales doivent s'assurer que leurs dirigeants respectent les intérêts de leurs actionnaires. Les coûts d'agence trouvent leur origine dans les différences de programmes entre dirigeants et actionnaires. L'actionnariat dispersé souhaite que la firme maximise les profits ; les dirigeants, s'ils ont toute latitude, préfèrent souvent maximiser la taille de la firme, ne pas faire courir à la firme de risques trop importants, – même si une telle politique permet de maximiser les profits – et, souvent, souhaitent différer les actions brutales, sources d'accident. Lorsque des détenteurs de blocs de contrôle ou d'autres types d'actionnaires importants conservent un pouvoir substantiel, leur présence semble s'expliquer par la fonction qu'ils assument au nom des petits actionnaires. Les actionnaires importants ont les moyens et la motivation nécessaires pour surveiller les dirigeants, une motivation et une autorité dont les petits actionnaires de la firme managériale, évoquée par Berle et Means, sont le plus souvent dépourvus. En conséquence, les blocs de contrôle semblent avoir survécu sur le continent européen parce que les coûts d'agence liés au contrôle des dirigeants y sont potentiellement plus élevés et que les actionnaires ne disposent pas des moyens alternatifs qui leur permettraient de s'assurer de la loyauté des dirigeants.

La plupart des analyses américaines en matière de gouvernance des entreprises ignorent les salariés, alors que lorsqu'elles les retiennent dans leur champ d'investigation, on parvient à mieux comprendre la façon dont une société organise ses institutions économiques : les sociales démocraties et les firmes managériales font mauvais ménage parce que les coûts d'agence dans une sociale démocratie sont plus élevés et que les mécanismes permettant de les contrôler sont plus difficiles à mettre en œuvre.

Il existe des tensions entre les salariés et le capital financier, et une grande partie du système de gouvernance vise à les réduire. Ces tensions résultent du fait qu'en incitant les dirigeants à agir conformément aux intérêts des actionnaires, les décisions prises vont souvent à l'encontre des intérêts immédiats des salariés. En fonction de la situa-

tion économique, les salariés peuvent être licenciés. Lorsque l'environnement technologique évolue, les dirigeants doivent adapter la structure de la firme et les conditions de travail, le plus souvent de façon contraire aux intérêts des salariés, voire de leurs propres intérêts. Les emplois des salariés et des dirigeants doivent être restructurés ou supprimés. Le travail, si l'excitation due au changement n'est pas recherchée, devient source de troubles, de difficultés et de risques. Les dirigeants, pour des raisons qui leur sont propres, non seulement cherchent fréquemment à retarder les restructurations, mais aussi ont une propension connue depuis longtemps à étendre le champ des activités existantes, même au détriment des profits revenant aux actionnaires ; le fait qu'ils fassent croître la firme dans la continuité de ses activités passées est habituellement conforme à leurs propres intérêts ou à ceux des salariés actuels, mais est, le plus souvent, contraire à la maximisation des profits des actionnaires.

Dans les sociales démocraties – c'est-à-dire les nations où la propriété est privée et où l'État joue un rôle important dans l'économie, en privilégiant la redistribution et en favorisant les salariés aux dépens des détenteurs du capital financier lorsque les deux entrent en conflit¹ –, la politique des pouvoirs publics favorise le programme naturel des dirigeants et accorde peu d'importance à celui des actionnaires. La pression pour que la firme ait une politique de développement peu risquée est élevée, celle pour éviter les risques est importante, et les outils qui permettraient d'inciter les dirigeants à travailler en faveur du capital financier – une rémunération fortement incitative, des prises de contrôle hostiles, une comptabilité transparente, la diffusion des normes de maximisation de la richesse des actionnaires – sont peu développés. Le bien-être quotidien semble s'en trouver amélioré pour davantage de personnes, mais la structure interne des firmes managériales s'en trouve nécessairement affaiblie pour défendre les intérêts des actionnaires.

Par suite, les coûts d'agence managériaux sont plus élevés dans les sociales démocraties que dans les autres régimes, et nous avons ainsi

¹ A. Przeworski [1993 ; p. 832, 835, 837], les sociales démocraties cherchent « à mettre en œuvre le 'socialisme fonctionnel' même si la propriété des ressources productives demeure privée » ; S.C. Stimson [1998 ; p. 395].

mis en avant une explication de nature politique, plus satisfaisante et à contenu social plus fort, non seulement de l'histoire de la propriété familiale en France, en Allemagne, en Italie, et en Scandinavie, et potentiellement des banques principales japonaises, mais également de l'émergence de la firme managériale aux États-Unis. Les sociales démocraties ne permettent pas de bien contrôler les coûts d'agence dans les firmes managériales, parce qu'elles n'acceptent pas que la maximisation de la richesse des actionnaires se fasse sans contrainte et que, par conséquent, en affaiblissant les institutions qui facilitent cette maximisation, elles confèrent un handicap à ce type de firmes. Si ce handicap est suffisamment important, la firme managériale devient une forme instable, sauf à recevoir des subventions, ce qui la rend incompatible avec la sociale démocratie. Les sociales démocraties peuvent conduire à une amélioration du bien-être social, mais elles atteignent ce résultat en recourant moins aux firmes managériales.

Donnons le plan de cet article : dans la première partie, après avoir mis en évidence le contraste entre les structures de propriété dans le monde, nous montrons comment la sociale démocratie permet simultanément (a) de laisser ouvert le conflit d'intérêts entre les dirigeants et les actionnaires et (b) d'accroître les coûts institutionnels associés à la réduction de ce conflit. Dans la deuxième partie, nous présentons un certain nombre de corrélations fondamentales : si nous disposons les nations les plus riches le long d'un spectre, de droite à gauche, ce spectre est fortement corrélé avec le degré de concentration de la propriété. Nous discutons également brièvement les raisons expliquant le caractère atypique de la situation américaine. Dans la troisième partie, nous discutons les résultats de tests plus puissants et fournissons des explications alternatives à cette thèse. Dans la quatrième partie, nous explicitons les conséquences de cette analyse pour comprendre la firme managériale américaine. Enfin, nous concluons.

1. Les pressions exercées par les sociales démocraties sur les firmes managériales

Les grandes firmes de certaines nations ont un actionnariat largement diffus, alors que pour d'autres l'actionnariat est concentré, soit parce qu'elles ne sont pas cotées, soit parce que si elles le sont, il subsiste des détenteurs de blocs de contrôle importants. En Allemagne, quasiment toutes les grandes firmes ont un détenteur de bloc important, le plus souvent à caractère familial, mais, dans certains cas, issu d'une banque, d'une compagnie d'assurance ou d'une autre société². En France, le secteur familial est important, en croissance et fortement compétitif³. En Italie, les firmes familiales résistent et seules quelques firmes sont véritablement managériales⁴. Au Japon, les plus grandes firmes ont quatre à cinq banques ou compagnies d'assurances pour actionnaires principaux, chacune possédant environ 5% du capital. La plupart de ces différences persistent malgré les convergences des niveaux de vie et des méthodes de gestion.

Aucun facteur unique ne peut expliquer à lui seul ces différences et les explications traditionnelles ont été discutées par ailleurs⁵. Nous ne souhaitons pas écarter totalement les autres explications, mais plutôt accorder une place prédominante à l'explication de nature politique, ignorée jusqu'à présent, et montrer pourquoi elle est au moins aussi, sinon plus importante que les explications habituelles pour les nations les plus développées.

1.1. Les coûts d'agence dans la firme managériale

La littérature américaine sur les coûts d'agence nés de la divergence entre les objectifs des dirigeants et de ceux des actionnaires est particulièrement riche. Les actionnaires, en particulier ceux qui ont des portefeuilles diversifiés et qui sont très éloignés des sociétés, souhaitent que leurs profits soient maximisés. Historiquement, les dirigeants préfèrent privilégier le développement de leurs firmes, car l'expansion leur pro-

² J. Franks, C. Mayer [1997], E. Böhmer [1998].

³ P. Windolf [1998 ; p. 705].

⁴ Cf. E. Ruggiero [1998 ; p. 79, 82]. Le nombre de firmes cotées en 1990 était en baisse sur la principale bourse italienne.

cure davantage de pouvoir, de prestige et une rémunération plus élevée. Les dirigeants dont le capital humain est associé à la firme cherchent, le plus souvent, à éviter les risques liés à la maximisation du profit ; les actionnaires, qui peuvent plus facilement diversifier que les dirigeants, préfèrent eux que leurs firmes maximisent la valeur attendue, quel que soit le risque. Les dirigeants utilisent souvent les actifs actuels plutôt que de restructurer, car la restructuration peut se révéler pénible et source de conflits. Et plus simplement, les dirigeants peuvent souhaiter travailler moins intensément et moins longtemps que ce que désireraient les actionnaires.

La gouvernance des entreprises est traditionnellement considérée aux États-Unis comme un problème principal-agent. Les principaux ne peuvent contraindre les agents à assurer la meilleure performance possible. Ils sont souvent moins bien informés que leurs agents sur les tâches à accomplir et, *a posteriori*, sur la qualité de la performance réalisée. Ils ont habituellement moins de temps à consacrer que les agents à l'activité dévolue à ces derniers. Les actionnaires, en tant que principaux, ne peuvent obliger leurs agents, les dirigeants de la firme, qu'ils gèrent en fonction de leurs intérêts. Aux États-Unis, le problème d'agence au sein de la firme managériale repose sur un problème de « passager clandestin » car l'actionnariat est dispersé et entretient peu de relations avec la firme, chaque actionnaire ne souhaitant pas investir fortement dans le contrôle des dirigeants de façon à ce que ces derniers se conforment à l'objectif de performance actionnariale. Tous ces éléments sont bien connus.

Lorsque l'actionnariat est diffus, les problèmes liés aux coûts d'agence avec les actionnaires s'intensifient donc, car cet actionnariat diffus, au comportement de passager clandestin, est peu incité à contrôler les dirigeants. En outre, la faiblesse de leur participation empêche les actionnaires d'avoir les moyens de contrôler efficacement – les dirigeants ont peu de raison de prêter attention à un petit actionnaire agissant seul – et de disposer de la base d'information qui leur permettrait d'être efficaces. Cependant, *malgré* ces problèmes, les États-Unis dis-

⁵ Voir M.J. Roe [2000].

posent de nombreuses firmes cotées, dont l'actionnariat est diffus. Une des raisons qui expliquent cet état de fait est bien connue : la diffusion de l'actionnariat offre des avantages en matière d'assomption du risque qui compensent, en partie, les inconvénients en termes de coûts d'agence des firmes managériales. Une autre raison en est que les dirigeants professionnels, malgré leurs limites, sont souvent bien plus performants que la seconde ou la troisième génération de dirigeants issus de la famille⁶.

Une troisième raison est que les États-Unis ont tant de firmes managériales qu'ils ont développé des outils institutionnels leur permettant de réduire les coûts d'agence. Ces institutions sont un conseil d'administration actif et indépendant, un système de rémunération incitatif, les prises de contrôle hostiles et les luttes de procuration, des marchés financiers permettant d'émettre des signaux à partir des avis des analystes financiers, le caractère concurrentiel des marchés financiers et des biens et services, ainsi que la socialisation assurée tant par les écoles de gestion qu'au sein de l'entreprise et qui impose la norme de maximisation de la valeur actionnariale. Nous ne pensons pas cependant que l'ensemble de ces mécanismes suffit à aligner parfaitement les intérêts des dirigeants sur ceux des actionnaires ; mais comme les firmes managériales sont très répandues aux États-Unis, (1) on observe davantage de problèmes de coûts d'agence pour l'ensemble de l'économie américaine, et (2) les chercheurs en droit et en économie financière, parce qu'ils focalisent à juste titre leur attention sur les moyens d'améliorer ou de comprendre les principales institutions américaines de gouvernance, sont susceptibles de conclure à tort que le contrôle des coûts d'agence aux États-Unis est défaillant, alors que la prééminence des firmes managériales démontre plus vraisemblablement que les coûts de cette institution, même s'ils restent significatifs et susceptibles d'être encore réduits, sont suffisamment contenus pour assurer sa viabilité pour l'ensemble des parties prenantes clés.

⁶ A.D. Chandler Jr. [1977] ; H. Demsetz [1983 ; p. 375-390], les propriétaires individuels maximisent leur utilité personnelle, pas la valeur de la firme.

1.2. Les sociales démocraties et les coûts d'agence : l'accroissement des enjeux

Les sociales démocraties conduisent à un accroissement des coûts d'agence pour les actionnaires dans la firme managériale, et, dans la mesure où ils le font, la réaction naturelle des actionnaires est alors de trouver une forme organisationnelle alternative. La cogestion allemande – au sein de laquelle les salariés occupent la moitié des postes dans les conseils de surveillance des plus grandes firmes allemandes – constitue une manifestation explicite de la sociale démocratie, qui permet d'illustrer les effets de cette dernière sur l'organisation des entreprises. Nous allons tout d'abord considérer les effets de la sociale-démocratie à travers l'exemple de la cogestion, en considérant le dilemme auquel se trouve confrontée une firme familiale lorsqu'elle envisage de s'introduire en bourse, puis nous généraliserons de façon à cerner les effets de la sociale démocratie sur les coûts d'agence et la structure de propriété en dehors de la cogestion. L'institution formelle de la cogestion présente dans la sociale démocratie n'est pas nécessaire pour que cette dernière ait une influence sur le fonctionnement interne de la firme managériale, mais l'institution formelle permet d'illustrer les effets politiques de façon nette.

1.2.1. Les effets de la sociale démocratie à travers la cogestion

L'Allemagne a une longue expérience, à la fois idéologique et politique, de la cogestion. Elle apparaît après la Première guerre mondiale lorsque les *leaders* révolutionnaires mettent en place les conseils ouvriers (l'équivalent des *soviets* mieux connus), qui ont évolué vers une représentation des travailleurs dans le conseil de surveillance des plus grandes firmes. Après la Seconde guerre mondiale, les *leaders* du mouvement du travail ont cherché à obtenir une représentation dans les conseils d'administration, en partie pour convaincre les Alliés de ne pas démanteler l'industrie allemande du charbon et de l'acier, en avançant qu'une telle représentation permettrait de contrôler les chefs d'entreprise liés au régime pendant la guerre. De cet « accord » est issue la cogestion, qui assure une parité totale entre les actionnaires et les

salariés dans l'industrie du charbon et de l'acier. La cogestion a également été promue par les capitalistes partisans d'une « troisième voie », entre la forme marchande pure du capitalisme et le socialisme extrême lié à la propriété étatique. Ultérieurement, des événements politiques ont conduit à élargir cette cogestion, à un tiers du conseil de surveillance de la plupart des autres firmes industrielles et, en 1976, à la moitié du conseil d'administration des firmes allemandes les plus importantes.

Examinons comment la cogestion influe sur les coûts d'agence et, de ce fait, sur la structure de propriété des firmes et sur les marchés financiers en Allemagne, à travers les réactions d'une firme familiale prospère que son actionnariat familial souhaite introduire en bourse de façon à se retirer de la direction et du capital. Son conseil de surveillance a peu de pouvoir. Il se réunit selon le minimum statutaire deux fois (jusqu'à récemment) par an. Les réunions sont formelles, sans véritables échanges. Les documents comptables, dont le conseil dispose, ne sont pas de très bonne qualité ; il les obtient au tout début des réunions semestrielles et ces documents lui sont retirés à la fin de la séance. Le conseil ne représente pas un véritable mécanisme de contrôle interne à la firme. Cette représentation du conseil d'administration allemand est traditionnelle⁷.

La surveillance exercée par le conseil d'administration n'a pas jusqu'à présent joué de rôle déterminant pour deux raisons. Premièrement, de nombreux actionnaires familiaux sont aussi les dirigeants de la firme ; par conséquent, la séparation entre la propriété et la gestion est plus faible que dans la firme managériale et les coûts d'agence sont donc plus réduits. Deuxièmement, même si la famille n'assume pas directement la gestion de la firme mais s'appuie sur des dirigeants professionnels, les

⁷ Voir K. Pistor [1999 ; p. 163] ; J. Edwards, K. Fisher [1994 ; p. 213] ; W. von Schimmelman [1997 ; p. 7] ; J. Semler [1998 ; p. 268, 272], certains conseils disposent d'une bonne information, d'autres non ; F. Schilling [1994] rapporte les résultats d'une enquête effectuée auprès de chefs d'entreprise, selon lesquels d'une part, le conseil de surveillance est faible et que d'autre part, en raison de la cogestion, il évite les sujets conflictuels. Des pressions récentes et certains changements légaux ont conduit le conseil de surveillance à se réunir trois ou quatre fois par an. Voir également T.J. André Jr [1996 ; p. 1819, 1825] ;

membres de la famille rencontrent chaque mois les dirigeants pour évaluer les résultats et la performance. Ainsi, la fonction de contrôle attribuée à un conseil d'administration actif s'accomplit en dehors du conseil de surveillance, dont les réunions sont de pure routine, formelles et inefficaces.

La famille peut avoir considéré l'éventualité de renforcer le pouvoir de contrôle du conseil d'administration, en partie pour préparer la firme à une introduction en bourse, en partie pour formaliser la rencontre mensuelle informelle avec les dirigeants. Mais ce renforcement ne s'est pas produit de façon à éviter de donner davantage d'information et de pouvoir aux salariés présents dans le conseil de surveillance.

La famille, comme nous l'avons supposé, espère cependant se désengager de l'entreprise. Elle souhaite vendre ses actions et diversifier ses investissements. La firme lui procure 50 M\$ annuellement sous forme de bénéfices, ce qui avec un taux de capitalisation de 10, représente une valeur de 500 M\$.

Les souscripteurs avec lesquels ils ont eu des entretiens confirment que la firme pourrait être évaluée à 500 M\$ si le résultat annuel moyen de 50 M\$ perdure. Mais, pensant vendre ultérieurement les actions à des actionnaires dispersés, ces mêmes souscripteurs disent qu'ils craignent que les résultats fléchissent si le conseil d'administration reste faible, en ne se réunissant que deux fois par an et s'il dispose d'une information de mauvaise qualité. S'il y avait une crise d'origine externe sur les marchés de la firme ou une crise interne de nature organisationnelle, un conseil d'administration faible et mal informé réagirait moins rapidement et moins efficacement qu'un conseil plus fort. Si les dirigeants actuels partent à la retraite ou sont incapables de gérer la firme correctement, un conseil faible sera moins à même de résoudre la crise liée à la succession qu'un conseil doté de pouvoirs importants. Ainsi, jusqu'ici, les souscripteurs disent que la famille a rempli le rôle qui reviendrait à un conseil fort. Mais si la famille se retire la firme pourrait se retrouver sans véritable direction.

cf. N. Vafeas [1999 ; p. 113] selon lequel des réunions plus fréquentes améliorent la performance.

Les souscripteurs estiment que la faiblesse et l'inefficacité du conseil si la firme n'est plus dirigée par les actionnaires familiaux peuvent se traduire par une baisse des résultats, qui passeraient de 50 M\$ à 40 M\$. Avec un taux de capitalisation de 10, une telle baisse se traduirait par une valeur de la firme de 400 M\$, au lieu de 500 M\$.

La famille et les souscripteurs envisagent alors de renforcer le conseil : ils projettent notamment de changer les statuts de façon à ce que le conseil se réunisse chaque mois ; d'améliorer l'information fournie au conseil ; d'adopter une comptabilité transparente et compréhensible, avec des documents qui seraient communiqués aux administrateurs bien avant le conseil ; de développer au sein du conseil une éthique d'implication ; et de mettre en place des comités de rémunération, d'audit et de direction très actifs. Ces améliorations du fonctionnement du conseil, selon la famille, permettraient de réduire les problèmes liés à la faiblesse du conseil, et on peut estimer que le résultat prévisionnel pourrait revenir à son niveau de 50 M\$; la firme pourrait de nouveau être évaluée à 500 M\$ pour être introduite en bourse.

Les souscripteurs répondent que, certes, le conseil sera plus performant. Mais, ils demandent, dans l'intérêt de qui le conseil administrera-t-il la firme ? Avec un conseil de surveillance « cogéré », le conseil aux pouvoirs renforcés aura plus tendance à respecter les intérêts des salariés s'il y a conflit entre ces derniers et les actionnaires, que s'il était entièrement composé d'actionnaires. Les dirigeants seront davantage contrôlés, mais ils ne le seront pas nécessairement dans l'intérêt des actionnaires. Le conseil réformé créera de la valeur mais une partie de cette valeur reviendra aux salariés et non aux actionnaires. Dans ce cas, les souscripteurs concluent que la firme vaudra bien 500 M\$ mais que 100 M\$ de cette valeur ira aux salariés. Ces chiffres ne sont pas très éloignés de ce que mettent en évidence les études empiriques portant sur l'effet de la loi de 1976 sur la cogestion, celle qui a accru la représentation des salariés dans les conseils de surveillance des grandes

firmes, la portant d'un tiers à la moitié. Les données disponibles révèlent un effet de dix à vingt pour cent sur la valeur actionnariale⁸.

La famille désire conserver ces 100 M\$. Elle peut reconsidérer sa décision de vendre la firme en totalité. Elle peut décider de ne pas introduire la firme en bourse et réétudier l'éventualité de trouver un héritier à même de la diriger, ou elle peut recourir aux services d'un dirigeant professionnel pour la gérer, si elle ne l'a pas déjà fait. Ou encore, elle peut vendre la firme, mais au lieu de le faire à des actionnaires dispersés qui appliqueront une décote au prix, en raison des coûts d'agence qu'ils craignent de supporter, ils la céderont à un autre actionnaire dominant, qui ne demandera pas une telle réduction car il pourra réduire ces coûts. De telles cessions de blocs sont communes en Allemagne⁹. Pour conserver cette différence de 100 M\$, la famille doit renoncer à s'introduire en bourse ; par suite, il y aura une firme cotée de moins en Allemagne et une famille en moins intéressée à ce que l'Allemagne mette en place un marché financier développé.

Ainsi, la sociale démocratie allemande, institutionalisée dans la gouvernance d'entreprise via la cogestion, conduit la firme à ne pas être cotée, afin d'éviter aux actionnaires de supporter les coûts liés au renforcement des pouvoirs des salariés au sein de la firme. La sociale démocratie sous la forme de la cogestion au sein du conseil de surveillance fait mauvais ménage avec la firme managériale.

1.2.2. *Les effets de la sociale démocratie en dehors de la cogestion*

La pression exercée par la sociale démocratie sur la firme managériale persiste même si on supprime l'institution formelle de la cogestion au sein du conseil de surveillance allemand.

⁸ F.R. Fitzeroy, K. Kraft [1993 ; p. 365] ; F.A. Schmid, F. Seger [1998 ; p. 435] ; T. Baums, B. Frick [1999 ; p. 206] ne trouvent en revanche aucune incidence ; B. Frick et al. [1998 ; p. 745-763] pour une critique des études révélant un effet négatif de la cogestion sur les cours.

⁹ J. Franks, C. Mayer, *supra* note 2.

- Les effets généraux : les salariés sont privilégiés aux dépens des actionnaires

Rappelons la nature des coûts d'agence pour les actionnaires : des dirigeants non contraints préfèrent, contrairement aux actionnaires, accroître la taille de leur firme par simple goût ou en vue d'obtenir davantage de pouvoir, de prestige ou une rémunération plus élevée. Les dirigeants préfèrent utiliser les actifs actuels jusqu'au terme de leur durée de vie plutôt que de restructurer la firme, car une telle restructuration est douloureuse. Et les dirigeants sont davantage disposés à tolérer une marge d'inefficience – un *slack* – que les actionnaires.

Ces tendances managériales s'accordent bien avec les objectifs des salariés, et un second problème de base dans la gouvernance – pour les salariés et les apporteurs de capitaux financiers – est la tension persistante qui existe entre le capital financier et les salariés, une tension réduite au silence aux États-Unis, mais tel n'est pas le cas partout. Les salariés ont également une aversion pour le risque, car leur capital humain est lié à la firme et qu'ils ne peuvent pas être totalement diversifiés. Les salariés préfèrent également que la firme soit en expansion et non en récession, car l'expansion leur offre le plus souvent des opportunités de promotion alors que les firmes qui réduisent leurs effectifs les conduisent au chômage¹⁰.

Plus simplement, les salariés préfèrent des salaires plus élevés et les actionnaires des salaires moins élevés (pour le même niveau de produc-

¹⁰ Et les créanciers institutionnels, qui semblent plus importants dans les firmes européennes qu'aux États-Unis, préfèrent éviter le risque et assurer la stabilité. Les actionnaires familiaux incomplètement diversifiés, qui constituent le dernier partenaire clé dans les grandes firmes de l'Europe continentale, accordent également plus d'importance à la stabilité que l'actionnariat diversifié des firmes managériales américaines. L'ensemble des parties cherche à éviter le risque ce qui facilite leur entente en Europe continentale. Cette congruence entre les objectifs n'est peut-être pas un accident. L'histoire européenne pourrait avoir créé un espace de stabilité, de façon à vaincre l'instabilité passée. Les institutions économiques qui facilitent cette stabilité ont survécu. Un analyste américain (tel que moi) considère le manque d'une structure organisationnelle comme la société managériale comme un handicap, mais la sociale démocratie non seulement pourrait avoir satisfait la demande européenne de stabilité mais aussi avoir développé un sens de la solidarité permettant d'accroître le bien-être social.

tivité). Comme les salaires ne sont pas totalement déterminés, les dirigeants ont une certaine latitude pour les fixer¹¹ ; les dirigeants plus faiblement contrôlés ne lutteront pas aussi intensément que ceux qui sont fortement contrôlés afin de défendre les intérêts des actionnaires¹². Même aux États-Unis, des différences légères dans le contrôle des dirigeants effectué par les actionnaires ont une incidence sur le niveau des salaires ; les dirigeants moins contrôlés, dans les États où les lois anti-OPA sont fortes, concèdent des salaires plus élevés à leur personnel que dans les États où ces lois sont plus faibles¹³. À un niveau plus complexe, les dirigeants américains des firmes appartenant à des secteurs industriels en déclin ont eu tendance dans les années 80 à épuiser en premier lieu leurs fonds propres avant de réduire la taille de la firme s'il n'y avait pas de mécanismes de gouvernance pour les en empêcher¹⁴ ; c'est la stratégie que les salariés en place préfèrent.

- Les effets directs : des changements moins brutaux et un accroissement des coûts d'agence.

Les sociales démocraties favorisent le personnel en place. Elles interviennent directement pour que les firmes ne licencient pas les salariés ; les dirigeants faiblement liés aux actionnaires ne résistent que faiblement à ces interventions (cela leur coûte peu de se plier à ces interventions alors qu'il faut beaucoup d'énergie pour résister à l'État). De tels États cherchent également à stabiliser l'emploi dans les firmes ayant un actionnariat dominant, mais les actionnaires dominants, compte tenu des capitaux qu'ils ont en jeu, résistent le plus souvent plus vigoureusement aux interventions étatiques.

- Les effets indirects : des marchés du travail rigides qui accroissent les coûts d'agence

¹¹ L. Reynolds [1951] ; R. Lester [1952 ; p. 483].

¹² D. Acemoglu, A. Newman [1997].

¹³ M. Bertrand, S. Mullainathan [1999 ; p. 535].

¹⁴ M.C. Jensen [1986 ; p. 659].

Même si les politiques d'emploi des sociales démocraties ont une influence équivalente sur les sociétés à capital diffus ou à capital concentré, ces politiques affectent la structure de propriété. Les politiques des sociales démocraties rendent souvent difficiles les licenciements, même en cas de situation économique défavorable¹⁵. En fait, lorsque les firmes sont en difficulté et cherchent à réduire leurs effectifs, toutes les structures de propriété se trouvent confrontées aux mêmes contraintes. On pourrait (à tort) conclure que les sociales démocraties n'ont pas d'incidence sur le choix d'une structure de propriété. Mais les actionnaires dominants seront plus réticents *ex ante* à développer la firme si les marchés du travail sont rigides que si les règles salariales sont plus souples. Des dirigeants sans contraintes préfèrent le plus souvent accroître la taille de leur firme comme le montre la littérature managériale. L'expansion leur est favorable en termes de gains, alors qu'ils ne supportent qu'une partie des coûts si l'expansion échoue ; ils peuvent donc davantage (à moins d'être contraints) privilégier l'expansion, et leurs firmes peuvent davantage se détériorer. En anticipant ce risque, l'actionnariat sera plus diffus dans les nations ayant des marchés financiers développés que dans les sociales démocraties, car dans ces dernières les actions vaudront moins pour les actionnaires dispersés que pour les actionnaires dominants.

Les politiques gouvernementales gardent ouvert l'écart entre les actionnaires et les salariés en créant des lois et un climat social qui rendent plus difficiles les ajustements de taille requis pour des raisons technologiques ou de prise de risque pour l'entreprise lorsque les marchés l'exigent (du point de vue des actionnaires). Elles donnent aux salariés plus de droits pour s'opposer aux changements¹⁶. Elles ont mis en place

¹⁵ Voir Le Monde [1999 ; p. 16] citant le *leader* du parti qui gouverne la France : « *Il est inacceptable qu'une grande société puisse décider de supprimer des emplois... uniquement pour accroître les profits des actionnaires* ».

¹⁶ A. Leparmentier [1998 ; p. 1-17], Gerhard Schröder, alors ministre de la Basse-Saxe – il est désormais Premier ministre – avait préféré nationaliser une aciérie plutôt que de la voir reprise par une firme étrangère, parce qu'il ne voulait pas d'une restructuration qui aurait lésé les intérêts des salariés allemands ; A. Faujas [1999], p. 4, « 60 % (des Français) sont conscients que l'intervention gouvernementale et les impôts handicapent les entreprises françaises, mais

des cadres de négociation nationaux qui favorisent les salariés, cadres qui permettent également de réduire les « coûts de coalition » pour les actionnaires, facilitant ainsi la négociation. Elles considèrent que les dirigeants et les salariés sont alliés et s'opposent à des actionnaires institutionnels¹⁷ distants qui, parce qu'ils poursuivent uniquement des intérêts financiers, doivent être contraints¹⁸. Les dirigeants, toujours disposés pour des raisons qui leur sont propres à favoriser une expansion qui ne s'impose pas, sont beaucoup plus réticents à restructurer la firme, afin d'éviter le risque et de faire face à des licenciements, en raison des pressions qu'ils subissent pour freiner cette restructuration et de l'opprobre social qu'ils subissent s'ils agissent trop rapidement. Les dirigeants qui privilégient outre mesure l'expansion au sein d'une sociale démocratie font supporter une charge particulièrement lourde à leurs actionnaires, car le redressement des erreurs liées à une expansion manquée est particulièrement difficile dans une sociale démocratie.

Les sociales démocraties fortes exercent une pression intense sur les dirigeants pour qu'ils négligent les actionnaires et fassent alliance avec les salariés pour partager les objectifs que les dirigeants privilégient : faire croître la firme, éviter le risque et les changements rapides.

En résumé, les sociales démocraties accroissent les coûts d'agence managériaux lorsque l'actionnariat est dispersé.

1.2.3. *Les sociales démocraties et les coûts d'agence : le contrôle exercé par les actionnaires sur les dirigeants*

[ils approuvent cette intervention] à 51 % lorsqu'ils disent que l'État doit contrôler sévèrement les entreprises pour empêcher que les conditions sociales ne se dégradent » ; de même (une majorité en Allemagne, en Italie et en France pensent que « les intérêts de l'entreprise et ceux de la population ne sont pas les mêmes », alors qu'en Grande-Bretagne une majorité pense l'inverse.

¹⁷ M. Albert [1991 ; p. 19], dans un livre bien connu des cercles d'affaires européens s'interroge : l'entreprise est-elle une simple marchandise, ou bien une communauté dans laquelle le pouvoir des actionnaires est contrebalancé par le pouvoir managérial, lequel à son tour est coopté par les employés ? ; cf. D. Charny [1999 ; p. 91] qui distingue les différents régimes de gouvernance sur la base de la relation avec les salariés, régime dur, doux ou mixte.

¹⁸ F. Lemaître [1999], p. 15, colonne 1.

En outre, les sociales démocraties empêchent le bon fonctionnement, voire entraînent la suppression des mécanismes qui permettraient de contrôler les coûts d'agence. Lorsque les intérêts des dirigeants sont peu éloignés de ceux des actionnaires, certains outils sont trop coûteux d'utilisation pour être rentables. Les nations où les coûts d'agence sont faibles peuvent très bien s'en dispenser. Mais lorsque les coûts d'agence s'élèvent – et que le fossé entre les intérêts des dirigeants et des actionnaires s'élargit – ou qu'une concurrence intense fait que même un faible conflit d'intérêts ne soit pas tolérable, la demande pour des mécanismes de gouvernance efficaces s'accroît. Les sociales démocraties, non seulement, élargissent le fossé comme nous l'avons vu dans la première section, mais elles rendent également plus difficile le recours aux mécanismes – les normes de maximisation de la richesse actionnariale, la comptabilité transparente, les rémunérations incitatives, les prises de contrôle hostiles et les luttes de procuration – permettant de le réduire¹⁹.

Autrement dit, aux États-Unis, l'essentiel du système de gouvernance a pour effet et souvent pour objectif de s'opposer aux préférences des dirigeants en faveur de la pérennité de l'entreprise, d'une réduction excessive du risque, d'une expansion surdimensionnée, toutes dimensions qui sont également privilégiées par les salariés. Lorsque ces mécanismes de gouvernance sont efficaces, ils permettent de mieux aligner les intérêts des dirigeants sur ceux des actionnaires. Ils réduisent la convergence d'objectifs entre dirigeants et salariés et renforcent celle

¹⁹ Les États-Unis historiquement ne disposent pas de l'ensemble de ces outils, mais le fossé entre les intérêts des dirigeants et des actionnaires a été plus faible que partout ailleurs, car les firmes américaines n'ont eu à supporter que de faibles pressions sur le plan social. Pendant les décennies récentes, l'intensification de la concurrence et du changement technologique ont entraîné une demande plus importante pour un renforcement des contrôles que ce qui était préalablement nécessaire du point de vue des actionnaires. Et, quand l'industrie américaine était moins compétitive, les oligopoles que constituent les grandes firmes ont certes subi des pertes en raison de coûts d'agence managériaux élevés mais elles disposaient alors, en compensation, de profits oligopolistiques élevés qu'elles répartissaient entre les actionnaires, les dirigeants et les salariés. Voir M.J. Roe [1996 ; p. 102, 105, 111-113] ; cf. R. Jagannathan, S.B. Srivivasn [1999].

entre les dirigeants et les actionnaires. Les dirigeants deviennent eux-mêmes des actionnaires et détiennent des *stock options* dont la valeur s'accroît avec celle des actions. Les dirigeants sont à même de voir leur résultat évalué quotidiennement sur des marchés financiers liquides. Ils sont contrôlés par des administrateurs externes auxquels les avocats disent qu'ils doivent prioritairement travailler dans l'intérêt des actionnaires²⁰. Les dirigeants et les administrateurs sont issus des mêmes *business schools* et travaillent en pensant que la maximisation de la valeur actionnariale est la seule norme valide qu'ils doivent chercher à satisfaire. Ces mécanismes sont habituellement plus faibles, voire dénigrés, dans une sociale démocratie²¹.

Considérons par exemple un mécanisme de contrôle de type informel : la croyance en la norme actionnariale. Cette norme, largement répandue dans les milieux d'affaires américains, a certainement une influence forte sur la conception que peuvent avoir les dirigeants de leur métier²². Mais il n'est pas évident en dehors des milieux économiques américains que les affaires doivent être organisées en fonction de la norme actionnariale, une norme qui n'est même pas issue directement de la norme utilitariste : pourquoi la richesse des actionnaires, alors que les actionnaires non seulement ne représentent qu'une faible partie de la Société et en plus une partie déjà favorisée²³ ? Une réponse possible est

²⁰ Dans une fusion célèbre, les administrateurs ont demandé à leur avocat, un des *leaders* dans le domaine du conseil en matière de fusions et acquisitions, dans quelle mesure ils devaient considérer les intérêts des autres parties lors de l'évaluation des différentes offres. L'avocat est censé leur avoir répondu : « *Un dollar, une voix* ».

²¹ Pour une discussion détaillée, voir M.J. Roe, *supra* note 5.

²² Voir, par exemple, le célèbre essai de M. Friedman [1970]. Bien que considéré comme provocatrice lorsqu'elle a été publiée, la position de Friedman est désormais prépondérante aux États-Unis dans les milieux d'affaires ce qui aurait pu paraître impensable lors de sa publication (comme cela pouvait le paraître dans certaines sociales démocraties). Cf. A. Graham [1997 ; p. 117-119], la primauté culturelle du profit dans l'Angleterre de Margaret Thatcher ; M.E. Porter [1999 ; p. 38,42], « *En Europe occidentale... l'incapacité à accorder une place centrale au profit... est la plus forte contrainte au développement économique.* »

²³ R. Kuttner [1996 ; p. 28], les 20 % des américains les plus riches détiennent 98 % des actions des sociétés américaines.

que cela soit le prix à payer pour avoir une allocation du capital efficace. Une autre réponse est que la richesse actionnariale soit une bonne approximation de la richesse totale et qu'aucune autre norme, jusqu'à présent, ne puisse constituer un substitut plausible dans les firmes managériales : les dirigeants ont besoin, dans cette optique, d'un objectif mesurable et l'objectif de maximisation de la richesse totale est trop difficile à mesurer et à mettre en œuvre. Mais cette justification théorique comme variable d'approximation est contestable sur le plan théorique et largement rejetée dans les sociales démocraties. Les dirigeants de ces dernières consultent davantage l'information télévisée, lisent davantage d'articles et ont davantage de débats critiques vis-à-vis de la norme actionnariale que les dirigeants des nations non sociales démocrates. Les *leaders* politiques y défendent davantage les intérêts des salariés qu'ailleurs. Les travailleurs américains ont davantage toléré la priorité donnée à la rentabilité que les salariés des autres pays.

Le climat social est important si les dirigeants ont de la latitude, comme il est souhaitable ; les pressions sociales qu'ils subissent vont affecter la façon dont ils vont profiter de leur latitude. Les dirigeants des firmes cotées qui sont faiblement contrôlés dans les sociales démocraties vont ainsi considérer qu'il est difficile psychologiquement de travailler prioritairement dans l'intérêt des actionnaires. Ils se considéreront d'une certaine manière comme coupables s'ils maximisent la valeur actionnariale aux dépens des intérêts des salariés²⁴. Par suite, ils seront réticents à poursuivre l'objectif actionnarial et parfois se refuseront même à l'adopter.

Les systèmes incitatifs et les outils qui permettent de contrôler et d'aligner les intérêts des dirigeants avec ceux des actionnaires des sociétés cotées seront peu efficaces et utilisés uniquement de façon sporadique. Les rigidités du marché du travail renforcent les coûts de contrôle davantage pour les firmes managériales que pour les firmes à

²⁴ Ce sentiment anti-actionnaires n'est pas toujours totalement absent aux États-Unis. Il connaît des fluctuations, fort durant les années de la campagne menée par Ralph Nader contre General Motors, et faible pendant les années 80 de l'ère Reagan, mais dans tous les cas il apparaît plus faible aux États-Unis qu'en Europe continentale.

actionnariat concentré. Les coûts relativement plus élevés pour les firmes managériales dans les sociales démocraties font que cette forme apparaît plus rarement et que les actionnaires seront à la recherche d'autres modes de contrôle, à savoir le contrôle direct *via* la détention de blocs de contrôle.

2. Les données

2.1. *Les régressions de la concentration de la propriété sur les variables politiques*

Nous disposons à présent d'une théorie simple dont le pouvoir explicatif est important, à savoir que les sociales démocraties créent un fossé entre les intérêts des dirigeants et ceux de l'actionnariat dispersé et qu'elles empêchent les firmes de mettre en œuvre les outils qui permettraient de le combler. Quelles sont les corrélations qui découlent de cette théorie et les données confirment-elles ou infirment-elles les prédictions obtenues ? Nous allons en particulier confronter l'orientation politique à la structure de propriété, en supposant que les nations les plus à gauche sont celles où la diffusion de la propriété est la moins fréquente et inversement, que les nations les plus à droite ont des firmes dont les structures de propriété sont plus diffuses.

Les résultats montrent que cette prédiction est confirmée. Sur la base d'un panel mondial d'experts en politique²⁵, nous avons établi le tableau 1 dans lequel est indiquée l'orientation politique des nations sur la base de l'opposition droite/gauche. Dans le tableau 2 figure l'importance des blocs de contrôle dans les firmes les plus importantes ; les nations qui présentent le score le plus élevé sont celles qui ont le moins de firmes à actionnariat concentré et, par suite, dont les firmes les plus importantes ont la propriété la plus diffuse²⁶.

²⁵ Les données politiques sont issues de T.R. Cusack [1997 ; p. 375, p. 383-384] qui reprend les résultats d'une enquête de F.G. Castes, P. Mair [1984 ; p. 73].

²⁶ Les données sur la propriété et les appréciations proviennent de R. La Porta *et al.* [1999 ; p. 471, 492] dont l'objectif est différent : ils cherchent à montrer que

2.2. Tableaux et corrélations

Tableau 1 – *Positionnement politique des gouvernements des nations les plus riches dans les années 80*

Nation	Indice de positionnement
Suède	2,22
Autriche	2,37
Australie	2,50
Norvège	2,63
Finlande	2,68
Italie	2,76
France	2,83
Pays-Bas	3,14
Belgique	3,16
Danemark	3,40
Suisse	3,43
Canada	3,67
Allemagne	3,82
Etats-Unis	3,92
Japon	4,00
Grande-Bretagne	4,00

la protection des actionnaires minoritaires est le principal facteur déterminant la capacité d'une nation à disposer de firmes managériales.

Tableau 2 – *Proportion de firmes à capital fortement dispersé parmi les 20 firmes les plus grandes*

Nation	Proportion
Autriche	0,05
Belgique	0,05
Italie	0,20
Norvège	0,25
Suède	0,25
Pays-Bas	0,30
Finlande	0,35
Danemark	0,40
Allemagne	0,50
Canada	0,60
Suisse	0,60
France	0,60
Australie	0,65
Etats-Unis	0,80
Japon	0,90
Grande-Bretagne	1,00

Tableau 3 – *Résultats des régressions : diffusion de la propriété/positionnement politique*

	Coefficient de régression (statistique t)	R ² ajusté
Indice de diffusion contre indice politique 1980-1991 (tableau 2 sur tableau 1)	0,33 (3,66*)	0,45
Indice de diffusion contre indice politique sur quatre décennies (indice disponible auprès de l'auteur)	0,45 (5,23**)	0,63

* Significatif au seuil de 0,005 ; ** Significatif au seuil de 0,0005.

2.3. Discussion sur les données

De nouveau, ces résultats sont statistiquement significatifs ; les valeurs des R² conduisent à conclure que le positionnement politique est un bon facteur explicatif de la variation constatée dans la diffusion du capi-

ta²⁷. Il est inutile de rappeler au lecteur qu'une corrélation n'implique pas une relation de causalité ; les faits cependant se conforment à la théorie selon laquelle les sociales démocraties creusent un fossé entre les actionnaires et les dirigeants et, par conséquent, induisent une hausse des coûts d'agence.

On doit être prudent en interprétant ces résultats statistiques. Certes, ils apparaissent particulièrement forts car les indices semblent dépendants, au moins en partie, de l'hypothèse politique que nous avons proposée. Cependant, en premier lieu, l'indice de propriété ne prend pas en compte les sociétés privées non cotées. Les bases comptables européennes montrent que ces dernières sont nombreuses, mais on ne dispose pas de données systématiques et comparables pour ces nations. (Il n'est pas surprenant, relativement à l'hypothèse politique soulevée, que de telles données financières soient difficiles à obtenir pour les démocraties dont le caractère social est le plus affirmé ; certains propriétaires préfèrent éviter d'introduire leur société en bourse pour ne pas diffuser d'information)²⁸.

²⁷ L'indice politique moyen sur quatre décennies offre une corrélation plus forte avec la structure de propriété. Cette dernière aurait dû cependant être plus faible puisqu'on rapporte un indice politique calculé sur 40 ans à des ratios de concentration instantanés. Il est possible qu'une analyse longitudinale plus approfondie permette d'obtenir des corrélations pour chaque décennie entre les indices politiques et les indices de concentration. Par ailleurs, les coalitions politiques sont fluctuantes ; les structures des sociétés sont le résultat des anticipations à long terme en matière d'orientations gouvernementales.

²⁸ Les chercheurs en finance qui construisent les indices de concentration classent les blocs de contrôle détenus par l'État comme s'il s'agissait de blocs détenus par des actionnaires privés. Mais les blocs associés à la propriété publique ne reflètent pas le fait que les actionnaires recourent à la concentration de la propriété pour mieux promouvoir l'intérêt des actionnaires. Le plus souvent, les gouvernements acquièrent des blocs de contrôle si les pressions sociales dissuadent les investisseurs privés d'investir, et la firme ne peut survivre ou émerger, que si l'État investit. La causalité apparaît ainsi plausible. Cette interprétation des blocs de contrôle détenus par l'État pour proposer une explication alternative – selon laquelle une faible protection légale des minoritaires entraînerait l'intervention de l'État sous forme de prises de participation – prête cependant à discussion, dans la mesure où il est peu vraisemblable que les objectifs gouvernementaux soient directement liés à la protection des actionnaires minori-

En second lieu, l'indice de concentration de la propriété n'inclut que les 20 firmes les plus importantes de chaque nation. Il est possible qu'il y ait une taille au-delà de laquelle seules des firmes managériales peuvent exister, par exemple, parce que les partenaires privés seraient dans l'incapacité de détenir des intérêts majoritaires. Si seule l'économie américaine a historiquement été suffisamment importante pour produire une vingtaine de ces très grandes firmes, alors ce n'est plus la politique, mais la taille qui joue le rôle déterminant. Cependant, il est possible de tenir compte du facteur taille, en ne retenant dans chaque économie que les firmes dont la valeur est supérieure à 500 M\$. Après avoir fait cet ajustement, la forte corrélation avec le facteur politique persiste²⁹. La taille n'est donc pas le premier déterminant.

En troisième lieu, les indices politiques sont fondés sur la moyenne des opinions d'un panel d'experts en science politique qui ont classé les différents partis politiques de gauche à droite sur une échelle numérique³⁰ ; des caractéristiques non liées à des considérations économiques, telles que les questions sur le désarmement nucléaire, raciales, ainsi que d'autres considérations non économiques sont sûrement intervenues dans le jugement. Ces caractéristiques ne sont que grossièrement corrélées avec l'échelle gauche/droite fondée sur les aspects économiques qui serait la plus pertinente pour cette étude. Par exemple, les partis conservateurs en France sont systématiquement considérés comme plus conservateurs que le parti démocrate américain³¹, alors que sur le plan économique, nous les considérons comme plus à gauche que ce parti démocrate. Malgré ces imprécisions, on peut conclure que le positionnement politique est corrélé avec la concentration de la propriété.

On peut résoudre en partie ce troisième problème en retenant une autre mesure de l'importance du caractère social démocrate d'une nation, la façon dont elle structure les revenus et réduit les inégalités. Le coefficient de Gini, une mesure traditionnelle de l'inégalité des revenus,

taires, bien qu'il soit vrai dans certains cas, que l'État puisse investir si les marchés financiers ne permettent pas de financer les très grandes firmes.

²⁹ Voir M.J. Roe, *supra* note 5, annexe.

³⁰ F.G. Castles, P. Mair, *supra* note 25.

³¹ F.G. Castles, P. Mair, *supra* note 25 ; p. 78, 83.

peut permettre de rendre compte de la tolérance relative des nations les plus riches envers l'inégalité et, par conséquent, de la force relative de la sociale démocratie. Dans un autre travail, nous avons évalué les corrélations entre l'inégalité et la diffusion de la propriété : les nations qui tolèrent mal l'inégalité ont moins de firmes managériales et une propriété plus concentrée³². Une dernière mesure grossière du caractère social démocrate peut également être faite à partir du pourcentage de dépenses publiques en fonction du PNB ; cette mesure permet également d'obtenir une forte corrélation statistique.

Du côté de la propriété, on peut également souhaiter utiliser une mesure autre que les indices de concentration qui prévalent dans la littérature financière, car ces indices incluent les participations de l'État (un facteur certainement lié à la sociale démocratie mais qui n'est pas l'objet de cet article) et ne prennent pas en compte les firmes non cotées. Un indice alternatif peut être constitué par la taille des marchés financiers nationaux rapportée à celle de l'économie, indice qui peut être calculé à partir des données fournies par l'OCDE. Après substitution de cet indice à l'indice de concentration de la propriété et réévaluation des régressions, la forte corrélation statistique persiste, comme nous l'avons déjà montré³³ et comme l'illustre la figure 1. Nous disposons ainsi de plusieurs mesures de concentration et de plusieurs indices de sociale démocratie ; toutes les corrélations entre le caractère social démocrate, la concentration de la propriété et la faiblesse du rôle des marchés financiers sont fortes.

Mais, même si les corrélations sont fortes, un échantillon des 16 nations les plus riches n'est pas suffisamment important pour véritablement tester, comparativement, le pouvoir des autres explications. Cependant nous ne sommes pas en mesure d'étendre l'échantillon, car les nations plus pauvres ne sont pas suffisamment économiquement « mûres » pour disposer de firmes managériales. Aussi, la nature du système légal (*common law* contre droit civil) a été avancée pour expliquer la concentration de propriété, les systèmes français et allemands

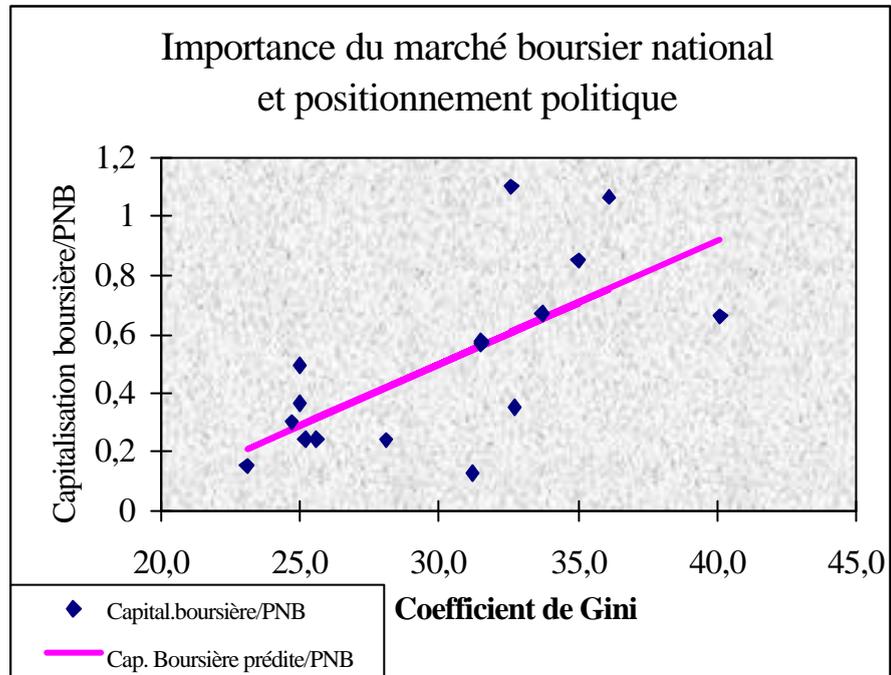
³² Voir M.J. Roe, *supra* note 5, annexe.

³³ Voir M.J. Roe, *supra* note 5.

étant censés mal protéger les actionnaires³⁴. Nous souhaiterions tester les pouvoirs explicatifs respectifs des facteurs politiques et légaux en trouvant des nations qui assurent une bonne protection à leurs minoritaires, mais qui ont un caractère social démocrate affirmé afin de voir quelle est la densité des firmes managériales dans ces nations. Si ce type de nation présente régulièrement une propriété dispersée, la théorie légale en sortirait renforcée ; mais au cas où la propriété serait concentrée, la thèse politique l'emporterait sur la thèse légale. La Suède rentre dans cette catégorie de nations : une loi protectrice des minoritaires, une démocratie sociale forte, peu de firmes managériales. Si ce résultat se révélait systématique, il serait en faveur de la thèse politique, mais nous ne disposons pas de tels exemples en nombre suffisant pour pouvoir généraliser. Notre thèse, toutefois, n'est pas que l'aspect légal ne joue aucun rôle : les économies en transition qui sont dans l'incapacité de produire des institutions légales satisfaisantes peuvent très bien ne jamais produire de firmes managériales, quel que soit leur caractère social démocrate. Elle est plutôt qu'en Europe et dans les pays occidentaux développés, les différences légales accompagnent, et sont peut-être masquées par les différences politiques.

Figure 1 – *Corrélation entre l'importance du marché financier et le coefficient de Gini*

³⁴ R. La Porta et al., *supra* note 26.



Nous avons également procédé à des tests non paramétriques pour étudier la qualité de la corrélation de l'indice politique avec la richesse relative, la taille de l'économie et un indice concernant la protection légale des minoritaires. Selon ces tests, l'indice politique présente une plus forte corrélation avec la concentration de la propriété en comparaison avec la richesse et la taille de l'économie. L'indice légal est le seul qui se maintienne comme déterminant plausible, même si les facteurs politiques ont un meilleur pouvoir explicatif. Ces résultats ne signifient pas que la richesse par habitant et la taille de l'économie ne sont pas pertinentes pour évaluer l'importance des firmes cotées et des marchés financiers ; ils signifient plutôt, de nouveau, qu'*aux niveaux de développement qui prévalent en Europe et dans le monde occidental développé*, que les disparités de richesse et de taille entre ces nations ne suffisent pas à expliquer l'importance relative des marchés financiers, mais qu'en revanche les différences politiques semblent pouvoir le faire.

Ainsi, les corrélations trouvées semblent, selon la rhétorique juridique, constituer une preuve *prima facie* que le positionnement politique a une incidence sur la structure de propriété, cependant elles ne nous disent pas clairement quel est le poids de l'explication politique comparativement aux explications plus traditionnelles. Par suite, il ne suffit pas de discuter les théories concurrentes sur le plan quantitatif, il faut également les étudier sous l'angle qualitatif, ce que nous nous proposons de faire à présent en considérant les données portant sur plusieurs nations, telles que la France, l'Allemagne, l'Italie, le Japon, la Suède, la Grande-Bretagne et les États-Unis. Une telle étude qualitative, faite nation par nation, tend à renforcer la théorie politique.

2.4. Une discussion de nature qualitative sur un certain nombre de nations

2.4.1. La France

La France dispose d'un nombre moyen de firmes managériales bien que la plupart des observateurs la considère comme caractérisée par

une propriété familiale et étatique³⁵. Ce résultat s'explique par le fait que l'État français a cherché à structurer le capital des plus grandes firmes françaises autour d'un « noyau dur » de façon à préserver leur caractère national, mais ces noyaux ne représentent pas plus de 20 % du capital (le seuil choisi pour les blocs de contrôle dans le tableau 2) d'une même firme. Un seuil de 10 % ferait très fortement – des deux-tiers – chuter la proportion de firmes managériales en France, alors qu'un tel changement n'aurait presque aucun effet dans les cas américain et anglais ainsi que pour certaines autres nations³⁶. Et lorsqu'on introduit la taille comme variable de contrôle en comparant uniquement les firmes de « taille moyenne » – celles qui ont une capitalisation boursière d'au moins 500 M\$ –, la France n'a plus de firmes managériales, alors que 90 % des firmes américaines de taille similaire (et 60 % des firmes anglaises) ont un capital dispersé³⁷. En outre, les privatisations récentes en France ont permis en moyenne aux salariés de détenir 8 % du capital des sociétés privatisées et 3 % des sièges d'administrateurs³⁸. Les résultats obtenus dans les régressions utilisant les données corrigées pour la taille et avec un seuil de 10 % ne remettent pas en cause, cependant, les résultats : les corrélations persistent.

L'histoire des entreprises en France confirme sur le plan qualitatif la thèse de la sociale démocratie. Considérons la thèse de Charles Kindleberger même si elle est un peu caricaturale, exposée dans un ouvrage bien connu portant sur l'histoire économique européenne : « *[The French family firm] is said to have sinned against economic efficiency... by failing ... to extend into new markets.... Public sale of stock was avoided. ... Recruiting was undertaken from within the*

³⁵ J.P. Charkham [1994 ; p. 125] ; J.A. Fanto [1995 ; p. 36] ; P. Windolf, *supra* note 3.

³⁶ M.J. Roe, *supra* note 5, annexe, tableau 8 ; R. La Porta et al., *supra* note 26, p. 493, tableau 2, échantillon B.

³⁷ Idem, tableau 7 ; R. La Porta et al., *supra* note 26 (tableau 3, échantillon A, seuil de 20 %, dix premières firmes avec une capitalisation boursière supérieure à 500 M\$).

³⁸ M. Goyer [1999 ; p. 41].

*family, except for faithful retainers who assisted the firm against the revolutionary working force*³⁹ ».

Les firmes françaises rentables qui souhaitent réduire leurs effectifs sont égratignées dans la presse par les responsables politiques, qui les menacent de représailles, par exemple, en les excluant des avantages éventuels liés à la politique interventionniste de l'État si elles persistent dans leur intention⁴⁰. L'actionnariat des salariés est promu de façon à limiter les prises de contrôles⁴¹, notamment celles qui conduiraient à des licenciements et à des réductions d'effectifs. Des rapports au Premier ministre prônent le développement de l'actionnariat salarié, non pas pour les raisons invoquées par les Anglo-saxons (pour promouvoir la loyauté et accroître la motivation des salariés, raisons souvent dénigrées), mais de façon à modifier l'équilibre des pouvoirs au sein de l'entreprise au profit des salariés et au détriment des actionnaires⁴². Par ailleurs, le droit des sociétés français ne recommande pas la norme de maximisation de la valeur actionnariale ; il demande au contraire aux administrateurs d'administrer la firme en fonction de l'intérêt général⁴³. Les dirigeants français actuels ont été socialisés au sein de deux grandes écoles élitistes – deux écoles d'État très sélectives (l'École Nationale d'Administration et l'École Polytechnique) ont formé la moitié des dirigeants et des administrateurs des principales entreprises françaises⁴⁴ – de façon à penser davantage au progrès de la nation qu'à la maximisation du profit des actionnaires⁴⁵.

³⁹ C.P. Kindleberger [1960, p. 115]

⁴⁰ Michelin, Le Monde [1999, 23 septembre] ; D. Owen [2000 ; p. 20], sur les remarques du Premier ministre selon lesquelles il y aurait des limites aux actions des entreprises françaises visant à adopter le comportement agressif des entreprises anglo-saxonnes, uniquement orienté sur le profit.

⁴¹ L. Mauduit [2000 ; p. 6]

⁴² Ministère de l'Économie et des Finances [2000 ; p. 2, 8-10, 15].

⁴³ J.A. Fanto [1988 ; p. 31, 47, 88-89].

⁴⁴ Cf. M. Bauer [1997].

⁴⁵ Cf. F. Hollande [1999 ; p. 6], le *leader* du Parti socialiste qui gouverne en France dit que bien que cela ne soit pas notre objectif de socialiser les moyens de production, on ne peut laisser le secteur privé agir sans règles, ni permettre

2.4.2. *L'Allemagne*

La structure formelle du conseil d'administration en Allemagne permet d'illustrer très clairement l'effet de la sociale démocratie comme nous l'avons vu dans la deuxième section. Les conseils allemands des grandes firmes doivent être composés pour moitié d'administrateurs représentant les salariés. Cette cogestion a une incidence sur le fonctionnement des conseils. Les réunions sont peu fréquentes et formelles et l'information est pauvre ; en raison de la cogestion les actionnaires et les dirigeants sont réticents à organiser des conseils fréquents, fonctionnant véritablement et bien informés, car cela entraînerait un renforcement du pouvoir et des possibilités d'expression des salariés à l'intérieur de l'entreprise. Les dirigeants et les actionnaires préfèrent ne pas accorder davantage de pouvoir aux salariés, car cela affaiblirait (ou empêcherait de renforcer) le conseil d'administration.

Les actionnaires contrôlent les dirigeants d'une autre manière. Les principaux actionnaires rencontrent les dirigeants de façon informelle en dehors du conseil. Si la propriété était dispersée, les actionnaires perdraient ce moyen de contrôler les dirigeants et il en résulterait vraisemblablement une baisse de la valeur actionnariale. Avec le système du conseil cogéré, les actionnaires peuvent considérer qu'il n'est pas intéressant de renforcer les pouvoirs du conseil : un tel renforcement signifierait un accroissement des pouvoirs des salariés. Pour les actionnaires, le compromis – entre le renforcement du contrôle des dirigeants et celui de l'influence des salariés – peut être difficile à faire ; l'actionnariat concentré peut ainsi représenter un moyen pour les actionnaires d'éviter d'avoir à faire ce compromis⁴⁶.

2.4.3. *L'Italie*

En Italie, il y a de nombreuses petites entreprises familiales et peu de firmes managériales. La théorie légale, fondée seulement sur l'argument

aux actionnaires de décider seuls, sans prendre en compte l'avis des salariés, dans leur seul intérêt financier.

⁴⁶ M.J. Roe [1998 ; p. 167].

de la protection des minoritaires, apparaît ainsi plausible pour cette nation réputée pour avoir un système judiciaire lent, inefficace et parfois corrompu⁴⁷. Ainsi, les résultats statistiques supportent l'idée qu'un facteur autre que le facteur politique joue dans le cas de l'Italie : ses entreprises ont souvent un capital davantage dispersé que ce que le seul positionnement politique prédit. Cependant, la faiblesse du cadre légal, même pour l'Italie, ne constitue qu'une explication partielle. Les acteurs, insatisfaits du régime légal actuel en matière de droit des sociétés, n'ont pas été à même d'utiliser les contrats pour se doter des règles de droit privé qui leur semblent nécessaires⁴⁸. Les conflits sociaux pour motif économique ont été importants dans l'histoire de l'Italie en raison de la puissance des partis politiques représentant le mouvement ouvrier, notamment du Parti Communiste qui pendant plusieurs décennies a obtenu un quart des voix de l'électorat italien. Le gouvernement italien démocrate-chrétien a privilégié les petites entreprises familiales, car il pense que les salariés peuvent s'identifier aux propriétaires dans de telles entreprises ; en revanche, il s'oppose aux actionnaires, en particulier lorsqu'ils sont éloignés de la gestion, dans les grandes entreprises. Les grandes firmes managériales sont supposées provoquer davantage de tensions sociales que les entreprises de plus faible taille dont le capital est concentré⁴⁹.

2.4.4. *Le Japon*

⁴⁷ Cf. L. Zingales [1994, p. 125].

⁴⁸ Les actionnaires minoritaires de Mediaset, la principale société contrôlée par Silvio Berlusconi – Berlusconi est un ancien Premier Ministre – ont demandé à ce que soit inscrite dans les statuts une clause prévoyant l'accord d'une majorité renforcée au conseil d'administration pour les transactions se produisant avec des parties ayant des intérêts liés (Ils espéraient ainsi pouvoir obtenir une représentation au conseil qui leur permettrait de disposer d'un droit de veto. L'accord du conseil pour de telles transactions n'est pas requis par la loi italienne, mais des accords contractuels peuvent permettre de résoudre le problème).

⁴⁹ L. Weiss [1988 ; p. 104-105 ; p. 127-137].

Le Japon ne correspond pas à l'image d'une sociale démocratie traditionnelle, cependant son histoire sociale après la Seconde guerre mondiale se conforme *grosso modo* à cette thèse.

L'histoire des relations salariales au Japon montre l'importance des développements qui sont survenus après la guerre. L'emploi à vie n'était pas un élément clé dans la gestion des relations salariales avant guerre. Il s'est développé après la guerre, notamment pour assainir les relations conflictuelles⁵⁰ avec les salariés, les dirigeants et, plus généralement les responsables économiques, cherchant à apaiser ces relations de façon à accroître la production des usines. A peu près à la même époque, le système de la banque principale, grâce auquel les banques détenaient des participations importantes et avaient leur mot à dire en matière de gouvernance, s'est développé.

Il n'est pas nécessaire que les institutions encadrant les relations salariales aient induit les structures de propriété pour que la théorie politique soit confirmée. Il suffit que les deux types d'institutions soient complémentaires de façon stable, c'est-à-dire qu'elles soient présentes simultanément, en dehors de tout lien de causalité simple et univoque dans un sens ou dans l'autre. Certains commentateurs faisant autorité sur la firme japonaise prétendent effectivement que ces institutions ont un caractère complémentaire⁵¹.

2.4.5. La Suède

Le premier gouvernement socialiste démocratiquement élu dans le monde a pris le pouvoir en Suède en 1920⁵². Ce régime a, pendant très longtemps, été le paradigme de l'État social démocrate, qui protège les individus pendant toute leur vie.

La Suède présente certaines variantes par rapport à la théorie politique présentée ici. En premier lieu, la Suède est réputée avoir un droit des sociétés qui protège bien les actionnaires minoritaires. Or, l'insuffisance de cette protection est une des principales explications au

⁵⁰ Voir R.J. Gilson, M.J. Roe, *supra* note 34.

⁵¹ M. Aoki [1997].

⁵² Voir A. Przeworski, *supra* note 1 ; p. 835.

fait que la propriété concentrée persiste car, dans ce cas, les actionnaires externes seront réticents à acheter des actions ou ils ne le feront qu'avec une forte décote. Cette réticence conduit à une forte concentration de la propriété et à la rareté des firmes managériales. Cependant, selon les mesures conventionnelles, les institutions suédoises assurent une bonne protection aux minoritaires : non seulement il n'y a pas d'exemples d'actionnaires dominants s'accaparant la valeur créée⁵³, mais la valeur attribuée au droit de vote, qui est une mesure de la valeur du contrôle (et de la possibilité de détourner de la richesse pour ceux qui détiennent le pouvoir de contrôle) est faible, proche de celle qui existe aux États-Unis, à peu près de 7%⁵⁴. Les investisseurs qui souhaitent acheter les titres peuvent le faire sans craindre de se faire exproprier par les actionnaires internes dominants ; et ces derniers peuvent vendre et se diversifier sans encourir un risque important de décote. Cependant, ils ne le font pas⁵⁵.

⁵³ J. Agnblad et al. [2000].

⁵⁴ Voir L. Zingales [1994], *supra* note 47, p. 146-147, qui discute et cite les sources de la valeur des droits de vote en Suède ; cf. C. Bergström, K. Rydqvist [1990 ; p. 255-267] selon lesquels les données ne supportent pas l'hypothèse selon laquelle le système des différentes classes d'actions serait utilisé pour extorquer de la richesse en facilitant la constitution de holdings de contrôle avec peu de capitaux propres ; C. Bergström, K. Rydqvist [1990 ; p. 237] selon lesquels la valeur du contrôle ne trouve pas son origine dans la possibilité de spolier les petits actionnaires, mais doit être expliquée par d'autres motifs économiques ; M. Holmén, P. Högfeld [1999 ; p. 38-39], selon lesquels les actionnaires externes ne sont pas réticents à investir sur la Bourse de Stockholm puisque 55 % de la population suédoise détient des titres et que 33 % des actions sont détenues par des investisseurs étrangers. Le ratio de la capitalisation boursière détenue par les minoritaires sur le PNB est de 0,51 pour la Suède comparé à 0,58 pour les États-Unis. Ainsi, il apparaît peu vraisemblable qu'une faible protection des investisseurs ait pu entraver le développement du marché boursier en Suède.

⁵⁵ Les résultats en Allemagne sont similaires. Lorsqu'un bloc de contrôle est cédé, les primes constatées reflètent le gain qu'ont les détenteurs de blocs à s'accaparer la valeur aux dépens des actionnaires externes. Mais cette prime n'est que de 10 %, inférieure à la prime de contrôle qui prévaut aux États-Unis et peu différente de celle de 7 % qui existe dans les sociétés qui ont deux classes d'actions. J. Franks, C. Mayer [2000]. Les détenteurs de blocs de contrôle, tant en Allemagne qu'aux États-Unis, ne semblent pas s'approprier beaucoup de valeur aux dépens des actionnaires minoritaires.

En second lieu, et de façon très liée à la théorie légale, on peut invoquer une théorie fondée sur la confiance. Dans les cultures où le niveau de confiance est faible, les investisseurs externes craindront fortement d'être spoliés par les actionnaires dominants. En revanche, si le niveau de confiance est élevé et si les actionnaires dominants ne volent pas plus les investisseurs externes que ne le feraient des citoyens mis en présence d'un vélo ne disposant pas d'un antivol, alors les investisseurs externes accepteront d'investir même si l'investissement est contrôlé par les actionnaires dominants. La Suède est un pays où le niveau de confiance est très élevé. Cependant, la propriété reste concentrée, malgré ce haut niveau de confiance. Les investisseurs externes se sentent protégés mais les marchés financiers restent peu développés.

En troisième lieu, la propriété en Suède présente une forte séparation entre les droits d'appropriation des *cash flows* et les droits de contrôle. Ainsi, la famille qui contrôle, souvent la famille Wallenberg, a, disons, 51 % des droits de vote au sein de la société, mais ne reçoit qu'une partie plus faible des profits. Ce schéma se réalise *via* la mise en place de holdings en cascade (la famille détient 51 % de la holding de tête qui, à son tour, détient 51 % d'une société occupant une place intermédiaire, qui détient elle-même 51 % d'une autre société intermédiaire jusqu'au stade final où la dernière société détient 51 % de la société d'exploitation) ou en utilisant un système comportant deux catégories d'actions (dans lequel certaines actions permettent de disposer de dix droits de vote alors que les autres n'autorisent qu'un seul droit de vote).

Des théories complexes ont été proposées pour justifier l'utilisation des holdings en cascade, des différentes catégories d'actions et des actions sans droits de vote. Les plus sophistiquées d'entre elles supposent que le propriétaire cherche à protéger les rentes qu'il se procure en détenant le contrôle de la firme. Autrement dit, l'actionnaire contrôleur est réticent à laisser le contrôle vacant, car s'il détient moins des 51 % permettant de contrôler la société d'exploitation, un investisseur externe peut constituer une majorité et s'approprier les bénéfices liés au

contrôle⁵⁶. Cette théorie est plausible. Cependant, sous sa forme la plus immédiate, elle ne donne pas une explication satisfaisante de la situation car la Suède est réputée pour bien protéger ses actionnaires minoritaires. Par conséquent, en Suède, la perte de valeur encourue par les actionnaires dominants qui céderaient leurs actions pour se diversifier serait faible.

La réintégration des pressions exercées par les salariés et le régime social démocrate dans le modèle suédois nous permet d'expliquer la concentration de la propriété en Suède. La sociale démocratie a une incidence sur la propriété de deux façons. Premièrement, l'actionnaire dominant, sous la pression sociale, est plus motivé que le dirigeant d'une firme managériale pour éviter de céder une part trop importante de la valeur aux actionnaires. Bien qu'un actionnaire dont les 51 % des droits de vote équivaldrait à des droits de même importance sur les profits soit *a priori* davantage incité à s'approprier la valeur créée, la conclusion finale dépend de la force respective des deux arguments. Une structure de propriété faisant intervenir les holdings en cascade, les différentes catégories d'actions et les actions sans droits de vote n'est certes pas idéale en termes d'incitations, mais elle incite cependant un propriétaire à se soustraire aux pressions sociales : (a) une part importante de sa richesse reste en jeu ; et (b) cette structure permet de préserver son autorité même lorsque les *cash flows* sont en diminution.

Par ailleurs, si l'actionnaire dominant est « progressiste », s'il a une conscience sociale et s'il n'est pas un incondtionnel de la maximisation de la valeur actionnariale, alors les autorités politiques ainsi que les électeurs peuvent souhaiter qu'il reste en place plutôt que de voir un autre actionnaire abuser du contrôle. Autrement dit, les autorités politiques peuvent préférer éviter la nationalisation, bien connue pour son inefficacité, sans pour autant laisser la place au système de marché et à sa brutalité. Si les actionnaires dominants en Suède, tels que les Wallenberg, sont des acteurs non agressifs, à même de coopérer dans le cadre de l'éthique social démocrate, alors il se peut que ce soit les forces sociales démocrates elles-mêmes qui répugnent à abandonner le contrôle aux

⁵⁶ Voir L.A. Bebchuk [1998, 1999] ; L.A. Bebchuk et *al.* [1999] ; cf. La Porta et

main d'un actionnariat dispersé. Si le contrôle était vacant, un actionnariat de type américain, uniquement préoccupé de la maximisation de la richesse actionnariale, pourrait se l'approprier, accentuer les pressions sur les salariés et saper les bases du programme social démocrate⁵⁷.

Les rentes doivent être protégées, mais il ne s'agit pas des rentes que s'approprient les actionnaires ordinaires grâce à leur contrôle (car l'éventuelle spoliation de ces actionnaires est à l'évidence faible en Suède), mais des rentes *politiques* qu'une sociale démocratie produit pour les salariés des entreprises et les acteurs politiques.

Deuxièmement, les niveaux de richesse et de revenu prévalant dans les sociales démocraties représentent un autre facteur explicatif. Alors que ces régimes incitent à une concentration du contrôle, ils restreignent, par ailleurs, l'offre de personnes suffisamment riches pour pouvoir être propriétaires des très grandes entreprises. *Si les impératifs technologiques et d'économies d'échelle requièrent des firmes industrielles de très grande taille, et si les pressions des sociales démocraties exigent une propriété concentrée tout en réduisant le nombre de personnes fortunées, alors il est nécessaire de créer des outils permettant d'assurer un contrôle efficace sans disposer d'un patrimoine important.* Les holdings en cascade, les catégories multiples d'actions et les actions sans droit de vote constituent des exemples de tels outils. La Suède, comme plusieurs autres sociales démocraties, en dispose.

2.4.6. Le Royaume-Uni

Le Royaume-Uni apparaît *a priori* comme le cas résistant le mieux à l'explication par la théorie politique, car il est bien connu, d'une part, que cette nation a un marché financier très développé depuis bien longtemps, mais que, d'autre part, elle se situe des deux côtés de la barrière

al., *supra* note 26.

⁵⁷ Cf. A. Latour, G. Steinmetz [1998], sur la résistance des Wallenberg aux pressions externes voulant imposer le critère de maximisation de la valeur actionnariale au motif que ce critère ne servirait pas nécessairement les intérêts de la Société dans son ensemble.

politique, puisqu'elle a été successivement une sociale démocratie pendant une bonne partie du siècle, puis une des nations les plus conservatrices depuis 1979.

Le Royaume-Uni semble également mal se conformer aux prédictions de la théorie légale. Selon cette théorie concurrente de la théorie politique la qualité de la protection légale offerte aux actionnaires minoritaires est la variable déterminante de la diffusion de la propriété, en permettant aux familles fondatrices de confier leurs firmes aux mains de dirigeants professionnels *via* l'introduction en bourse. Les juges britanniques, qui s'appuient sur la *common law*, ont la réputation de bien protéger les actionnaires minoritaires. Cependant, les historiens des affaires les plus réputés, tel Alfred Chandler, disent clairement que les firmes britanniques ont été dominées par l'actionnariat familial jusqu'à la Seconde guerre mondiale et que l'influence familiale et le contrôle de même nature ont persisté bien après⁵⁸. Chandler accuse même le contrôle familial d'être responsable du déclin industriel britannique au milieu du 20^e siècle⁵⁹.

Cette persistance de la propriété familiale pendant la période de la sociale démocratie en Grande-Bretagne semble cohérente avec la théorie politique mais contraire à la théorie légale : si la loi a protégé les actionnaires minoritaires pourquoi les familles n'ont-elles pas vendu leurs titres et diversifié rapidement leurs portefeuilles (comme beaucoup l'ont

⁵⁸ A.D. Chandler Jr. [1990 ; p. 242] ; A.D. Chandler Jr., H. Daems [1980 ; p. 6] selon lesquels jusqu'à la Seconde guerre mondiale, l'économie britannique a été pour l'essentiel un capitalisme familial ; L. Hannah [1980] selon laquelle la séparation entre propriété et décision n'a pas suffisamment progressé pour faire disparaître les administrateurs fondateurs ou familiaux des conseils d'administration ; 119 (sur les 200 plus grandes firmes anglaises) ou 59,5 % de ces firmes avaient de tels administrateurs en 1948 ; L. Hannah [1979 ; p. 396] selon laquelle pendant la période précédant la Première guerre mondiale, il semble que les États-Unis et l'Allemagne ont pris le *leader-ship* du monde industriel en introduisant la société de grande dimension, alors que la Grande-Bretagne conservait des structures familiales.

⁵⁹ Voir M.W. Kirby [1989 ; p. 930, 931, 936] ; B. Elbaum, W. Lazonick [1987] ; R.P.T. Davenport-Hines, G. Jones [1988].

fait pendant la période conservatrice des années 80⁶⁰) ? Un grand nombre de ces familles étaient encore détentrices de blocs de contrôle dans les années 70. (La révolution « *managériale prévue par Berle et Means en 1932 n'est pas probablement pas encore survenue [ici]... : plus de 55% des 250 firmes industrielles britanniques les plus grandes [sont] sous le contrôle du propriétaire* » déclarait un responsable politique en 1980, et, n'anticipant pas les résultats des deux décennies suivantes, il concluait : « *il est peu vraisemblable que la plupart des firmes [britanniques] soient à l'avenir contrôlées par leurs dirigeants professionnels*⁶¹ ». Mais, au milieu des années 80, de nombreuses familles se sont retirées du capital des plus grandes firmes britanniques⁶² ; la révolution britannique faite par la droite en 1979 a permis, conformément à la théorie présentée ici, de rendre plus viable la forme organisationnelle constituée par la firme managériale.

Toutefois, la Grande Bretagne, selon de nombreux critères, a disposé, plus tôt dans ce siècle, de marchés financiers plus développés et de davantage de firmes managériales que la plupart des autres nations, même si les familles ont continué à détenir des blocs de contrôle et à occuper des fonctions managériales beaucoup plus tard au cours du 20^e siècle. Ce schéma s'explique bien lorsqu'on combine la théorie de la protection des minoritaires et la théorie politique. Autrement dit, les institutions britanniques ont protégé les actionnaires minoritaires de telle sorte que les propriétaires familiaux ont pu vendre de nombreux titres dès le début du 20^e siècle sans supporter de décotes substantielles. Ce-

⁶⁰ Cf. M. Brennan, J. Franks [1997 ; p. 391, 407 dans tableau 7] selon lesquels les actionnaires familiaux non-administrateurs ont désinvesti, leur part dans le capital ayant diminué de 44% avant l'introduction en bourse à 3% sept années plus tard ; la part des actionnaires familiaux occupant un siège d'administrateur ayant diminué moins rapidement.

⁶¹ A. Francis [1980 ; p. 29] ; cf. S. Nyman, A. Silberstron [1978 ; p. 74, p. 85-86] selon lesquels en 1975 au moins 40 % des firmes britanniques avaient un actionnaire dominant, ce chiffre étant sous-estimé en raison de l'impossibilité d'identifier systématiquement et de façon nominative les actionnaires. Ces chiffres montrent que le contrôle managérial était moins répandu que ce qu'on pensait et qu'il n'existait pas une tendance irrémédiable à son extension.

⁶² J. Scott [1990 ; p. 351-366-367] selon lequel le déclin du contrôle familial s'est produit entre 1976 et 1988.

pendant, à cette époque, les conflits de classes étaient importants, fréquents et durs⁶³. Il y avait potentiellement des coûts d'agence élevés associés à la mise en place de firmes managériales et, par conséquent, les propriétaires familiaux avaient des raisons de maintenir une propriété concentrée. Cette théorie hybride semble expliquer les faits dans le cas britannique : a) une longue histoire de firmes s'introduisant en bourse, b) le fait que les familles aient conservé le contrôle dans de nombreuses firmes cotées bien après la Seconde guerre mondiale (alors que la loi permettait de protéger les actionnaires minoritaires et que la politique rendait la concentration souhaitable pour les actionnaires), et c) la vente par les propriétaires familiaux à la fin des années 70 et dans les années 80 (lorsque le virage brutal à droite de la Grande Bretagne a permis de stabiliser la propriété dispersée).

Cette interaction de nature politique avec la structure de propriété contribue à expliquer la confusion faite par Chandler : si les familles britanniques ont conservé le contrôle (comme Chandler le rapporte), et ont continué à les gérer jusqu'à les conduire au bord de la faillite (comme il le prétend), pourquoi n'ont-elles pas vendu lorsqu'elles ne souhaitent plus gérer ? De nombreux commentateurs invoquent la culture pour expliquer ce résultat. Mais il est vraisemblable qu'il y a d'autres facteurs qui interviennent. Il est possible que les propriétaires familiaux aient mal géré leurs entreprises mais qu'en raison de la fréquence des conflits de classe, les solutions alternatives au contrôle familial aient pu constituer une issue encore *plus défavorable* pour l'actionnariat.

2.4.7. Les États-Unis

Pourquoi les États-Unis ont-ils connu moins de conflits sociaux qui auraient conduit à affaiblir les entreprises du type managérial ? Les raisons de cette faiblesse des conflits et, par suite, de l'importance de la propriété dispersée, correspondent à celles qui expliquent qu'un mouvement socialiste fort ne se soit pas formé aux États-Unis.

⁶³ N. Kirk [1998 ; p. 159-166].

La mobilité, à la fois géographique et économique, a été élevée, ou au moins l'Américain moyen était persuadé qu'il en était ainsi⁶⁴. Les personnes insatisfaites ont accusé les circonstances locales (auxquelles ils pensaient pouvoir se soustraire, soit en allant plus à l'Ouest, soit en cherchant un autre travail) plutôt que leur appartenance à une classe sociale. Par suite, les conflits sociaux ont été atténués. Et les quelques conflits naissants ont par ailleurs été violemment réprimés⁶⁵.

Les États-Unis ont longtemps éprouvé un sentiment antiétatique fort et durable, de sorte que les citoyens américains n'ont pas l'attitude des Européens qui attendent de l'État qu'il résolve leurs problèmes. Le conflit économique a existé également aux États-Unis, cependant il s'est manifesté différemment, comparativement à l'Europe, sous la forme de l'intervention de *leaders* politiques qui ont cherché à briser les concentrations de pouvoir économique, un résultat qui a accru l'importance des firmes managériales car il y avait, en conséquence, moins d'institutions financières à même de faciliter l'émergence de grandes firmes à la fin du 19^e siècle⁶⁶.

Au 19^e siècle, les États-Unis ont détruit de façon systématique les institutions financières les plus puissantes : les électeurs américains ont eu tendance à ne tolérer, ni une forte intervention de l'État, ni celle d'une finance privée omnipotente. Cette fragmentation du pouvoir financier a pu également avoir pour résultat de réduire les possibilités de conflits sociaux en *supprimant les cibles les plus visibles pour un mouvement social démocrate fort* ; une fois ces cibles disparues, des normes telles que la maximisation de la valeur actionnariale pouvaient ainsi plus facilement se diffuser. (De façon similaire, le fait de détruire le contrôle familial en Europe continentale a pu avoir pour effet de réduire suffisamment les conflits sociaux pour que des firmes managériales puissent émerger afin de résoudre les conflits d'agence). Les packages politiques peuvent être complémentaires : la classe politique américaine peut tolérer des institutions favorables aux actionnaires, si

⁶⁴ F.J. Turner [1920].

⁶⁵ Voir, par exemple, J.R. Commons [1908 ; p. 756].

⁶⁶ M.J. Roe [1994].

l'actionnaire typique est Calpers et non J.P. Morgan. De même, la classe politique européenne peut tolérer des actionnaires puissants, des banques et des familles, pour autant qu'ils permettent de stabiliser l'emploi et qu'ils s'autodisciplinent.

Par ailleurs, le conflit racial aux États-Unis a été profond, souvent violent. Certains des conflits sociaux pouvant affecter la firme managériale auraient pu s'exprimer dans l'arène politique, si les salariés avaient pu agir de concert ou si des hommes politiques avaient pu se faire élire par l'ensemble des salariés pour mettre en œuvre un programme d'action commun⁶⁷. Mais si les conflits ethniques, principalement raciaux, ont historiquement empêché les hommes politiques américains de fédérer les individus au-delà des barrières de race, les types de conflits qui ont accru les coûts d'agence pour les firmes managériales en Europe ont été plus rares aux États-Unis⁶⁸.

⁶⁷ Voir, par exemple J.R. Commons, *supra* note 65 (p. 118-119) ; J.R. Commons [1935 ; p. 438, 455].

⁶⁸ Cf. E.E. Schattsneider [1960] selon lequel les hommes politiques cherchent à diviser l'électorat sur des questions qui permettent après au diviseur de constituer une majorité avec les dissidents. Nous ne voulons cependant pas laisser sous-entendre que seuls des conflits raciaux existent aux États-Unis mais que les divisions ethniques et raciales toujours actives aux États-Unis ont empêché que des coalitions économiques ne se forment à l'instar de nombreuses autres nations.

2.4.8. Faut-il étendre l'échantillon ?

On pourrait étendre « l'échantillon » pour y inclure davantage de nations en dehors de l'Europe de l'Ouest, des nations asiatiques développées et de l'Amérique du Nord, en y ajoutant par exemple la Thaïlande, la Malaisie, le Nigeria et l'Argentine. Mais une telle extension se révélerait de peu d'intérêt car la plupart de ces nations ne sont pas encore parvenues au stade de développement auquel leurs économies ont besoin de grandes entreprises. Et certaines d'entre elles manquent des institutions fondamentales nécessaires au fonctionnement d'une économie développée, telles que la capacité à faire respecter les contrats. Pour aller plus loin, il faut continuer à étudier les nations qui disposent déjà de la plupart des institutions nécessaires et qui ont besoin de nombreuses grandes entreprises, mais dans lesquelles, tout au moins pour certaines d'entre elles, l'action des hommes politiques a conduit à rendre les institutions existantes inefficaces ou à renoncer à mettre en place certaines institutions faute de rentabilité.

3. Les autres formulations de la thèse politique

3.1. Le changement politique et les données longitudinales

Au fur et à mesure des changements politiques, les structures de propriété peuvent également évoluer. On peut ainsi tenter de mesurer le changement politique de façon à voir si la structure de la propriété se transforme simultanément. Mais ce type d'étude longitudinale n'est pas véritablement possible à l'heure actuelle – les données historiques concernant les structures de propriété étant soit indisponibles, soit peu fiables selon les nations⁶⁹. De plus, il y a certainement des délais, d'une

⁶⁹ Dans un travail de grande ampleur le réseau européen de gouvernance des entreprises (*European Corporate Governance Network*) a réuni les données concernant les structures de propriété pour l'ensemble des pays européens au milieu des années 90. Voir M. Becht, A. Röell [1998]. Les données sont difficiles à réunir car de nombreuses nations ne disposent pas de données transparentes concernant la propriété ; c'est-à-dire que les bourses nationales ne disposent pas à l'instar de la SEC de bases de données historiques immédiatement utilisables.

durée variable et incertaine, dans les réactions économiques au changement politique ; et, encore plus important, il serait nécessaire de pouvoir garder les *autres* conditions constantes. Or, les conditions économiques, technologiques et institutionnelles ont sensiblement évolué pendant les dernières décennies. Certaines économies étaient moins concurrentielles – l'industrie américaine avait accru ses tendances oligopolistiques, les entreprises européennes étaient petites et le plus souvent confinées au plan national, et la globalisation n'était encore qu'un concept pour l'avenir. Une concurrence plus faible produit davantage de *slack* organisationnel, dont une partie se retrouve dans une propriété et dans des arrangements organisationnels moins contraignants⁷⁰.

Mais dans l'ensemble, les évolutions récentes en Europe sont cohérentes avec la thèse de la sociale démocratie. Les politiques économiques en Europe ont pris un caractère plus libéral lors des dernières décennies. On ne peut plus mesurer simplement le caractère social démocrate en fonction du nom des partis politiques au pouvoir ; au fur et à mesure de leurs changements de programmes, les parties sociaux démocrates sont devenus moins interventionistes et moins hostiles aux actionnaires. Du point de vue des spécialistes de science politique, le tableau 4 montre une évolution de la gauche vers la droite ou, plutôt, vers le centre. Cette évolution peut conduire à faire d'autres prédictions : compte tenu de cette orientation plus libérale des politiques économiques, on devrait constater un accroissement de la diffusion de la propriété en Europe. Dans ce cas, la demande émanant des hommes politiques et des investisseurs pour des institutions permettant de mieux gérer ce type de propriété devrait augmenter.

bles. Des bases de données historiques sur plusieurs décennies pour les différentes nations (ce qui permettrait de pouvoir faire des régressions sur les changements politiques) seront peut-être disponibles dans l'avenir mais rien n'est moins sûr.

⁷⁰ M.J. Roe, *supra* note 19 ; p. 102-127 ; M.J. Roe [2000]

Tableau 4 – *Le mouvement des partis sociaux démocrates européens vers la droite*

Nation	1984	1995
Autriche	3,00	4,80
Belgique	2,50	4,20
Danemark	3,80	4,20
Finlande	3,00	4,40
France	2,60	4,10
Allemagne	3,30	3,80
Italie	3,10	3,50
Pays-Bas	2,60	4,20
Suède	2,90	4,10
Royaume- Uni	2,30	4,40

La Grande-Bretagne illustre très bien ce schéma. Toutes les institutions fondamentales permettant d'accompagner la diffusion de la propriété, à l'exception d'une seule, à savoir l'absence d'un consensus économique démocratique à caractère non social, étaient en place dès le 19^e siècle. Mais juste après la Seconde guerre mondiale, les structures de propriété des grandes firmes britanniques étaient plus proches de celles des entreprises de l'Europe continentale que de celles des entreprises américaines, avec des actionnaires familiaux dominants dans de nombreuses, sinon dans la plupart des grandes entreprises⁷¹. Mais la politique économique britannique est devenue plus libérale dans les décennies qui ont suivi ; non seulement sous la révolution opérée par Margaret Thatcher, qui a détourné l'Angleterre du socialisme mais également à l'époque actuelle, le parti travailliste de Tony Blair des années 90 étant beaucoup moins socialiste que ne l'étaient les partis de ses prédéces-

⁷¹ Même aujourd'hui la structure de propriété est plus concentrée qu'aux États-Unis. En moyenne, les plus grandes firmes britanniques ont un actionnaire dominant détenant un peu moins de 10 % du capital de la firme (juste en-dessous du seuil choisi pour évaluer la concentration dans cet article et dans la base de données de R. La Porta et *al.*, *supra* note 26, p. 495). M. Becht, A. Röell, *supra* note 69, p. 11 (la médiane est de 9,9 % pour le détenteur de bloc le plus important dans les grandes firmes britanniques). Aujourd'hui, ces blocs sont détenus habituellement par des institutions financières.

seurs⁷². Dans les années 80, les marchés financiers britanniques ont connu un développement beaucoup plus fort que ceux des États-Unis⁷³, qui avaient à cette époque un gouvernement également conservateur, mais qui n'introduisait pas une rupture dans l'histoire américaine comme dans le cas britannique.

3.2. *Le changement politique et les autres formulations de la thèse politique*

Jusqu'alors, nous avons supposé que les acteurs politiques étaient préoccupés du bien public et cherchaient sincèrement à œuvrer pour construire une meilleure société, or dans les sociales démocraties cette vision diffère de celle qui prévaut aux États-Unis. Ceux qui partagent ce type d'idéologie, pour maximiser le bien être social, réduisent le rôle des

⁷² Cf. R. Dahrendorf [1999 ; p. 13] ; A. Sullivan [1999 ; p. 39-54] selon lequel Blair aurait perdu depuis longtemps foi dans le modèle social démocrate européen jugé sclérosé. Il aurait fait également quelques changements à la Clinton, améliorant la situation laissée par Thatcher mais sans véritable changement significatif ; W. Hoge [1999], selon lequel Blair aurait dit qu'il libérerait la Grande Bretagne de l'emprise liée à l'esprit de classe et l'économie britannique des contraintes qui s'opposent à l'esprit d'entreprise et pénalisent la prise de risque et qu'il réduirait également la dépendance des pauvres envers l'État.

⁷³ OECD [1998 ; p. 18]. En 1985, le marché financier national britannique en pourcentage du PNB avait plus que doublé par rapport à 1975, alors que ce même pourcentage n'avait augmenté que légèrement dans le cas américain.

Capitalisation boursière des sociétés nationales cotées en pourcentage du PNB				
	1975	1980	1985	1990
Royaume-Uni	37	38	77	85
États-Unis (NYSE, Amex et Nasdaq)	48	50	57	56

La privatisation complique mais n'infirmes pas la thèse de la sociale démocratie car elle ne rend compte que d'une partie de l'augmentation de 1985 ; les 250 firmes les plus importantes incluent 13 sociétés publiques en 1976 et encore 11 en 1988. J. Scott [1990 ; p. 351, p. 366-367] souligne le déclin des sociétés familiales de 1976 à 1988. Il faut remarquer que les firmes ont été nationalisées soit parce que les marchés demandaient une réduction de taille, que les acteurs politiques n'auraient pas acceptée, soit pour des raisons idéologiques associées à la propriété étatique. Lorsque les attitudes favorables à la sociale démocratie ou au socialisme se sont atténuées, l'État a commencé à privatiser ces firmes.

firmes managériales, des marchés financiers et de la propriété dispersée. On peut, cependant, avoir une vue plus cynique de ce phénomène.

3.2.1. *La sociale démocratie comme mode de recherche de rente*

Les groupes d'intérêts, dans cette perspective de *rent seeking*, cherchent à faire adopter des lois et des structures institutionnelles qui leur soient profitables. Ainsi, on peut considérer que les sociales démocraties sont un moyen pour les salariés de s'approprier des rentes (et, inversement, les nations conservatrices comme un moyen pour les investisseurs financiers de s'approprier des rentes). L'idéologie qui prévaut peut faciliter ou freiner le succès des différents groupes mais, dans cette vision des choix publics, c'est la seule recherche de son intérêt propre qui est censée jouer le rôle central. Les salariés l'emportent au nom de la stabilité dans certaines nations ; les actionnaires au motif de la nécessaire fluidité des marchés financiers dans d'autres nations. Des arrangements concertés, *via* des négociations tri-partites, caractérisent certains pays, dans lesquels les trois acteurs – les salariés, les propriétaires et l'État – négocient des pactes d'entreprise. Dans ce cas, on n'est pas précisément en présence d'une sociale démocratie, cependant le gouvernement choisit (souvent) de prendre le parti des salariés dans les négociations internes aux entreprises.

3.2.2. *De simples fondations microéconomiques*

On peut également procéder à une analyse ne reposant pas sur la sociale démocratie en considérant que la firme s'appuie sur trois facteurs de production : le capital financier, le capital managérial et le travail. On peut alors supposer que les institutions salariales sont fixes et que les autres facteurs sont variables. Si les marchés du travail sont rigides, les salariés étant propriétaires de leur emploi, alors le capital managérial et le capital financier se comportent différemment comparativement à des nations où le marché du travail est fluide et où les salariés ont peu de droits de propriété sur leurs emplois⁷⁴.

⁷⁴ Cf. D. Charny, *supra* note 17.

3.2.3. *La propriété concentrée comme moyen de faciliter les politiques sociales démocrates*

Nous avons jusqu'alors considéré que la politique était indépendante des structures économiques, la sociale démocratie induisant, ou renforçant, la concentration de la propriété. Mais le schéma de causalité peut être inversé, au moins à certaines époques.

La cogestion allemande, de nouveau, permet de donner un exemple concret de ce raisonnement. Il y a quelques décennies, l'importance du pouvoir des plus grandes banques allemandes, les sentiments de jalousie et le ressentiment éprouvés par une grande partie de la population, la perte des repères et l'anomie entraînées par la transformation rapide de l'Allemagne, d'une nation principalement tournée vers l'agriculture en une nation industrielle, ont facilité l'adoption de la cogestion pour contrôler les banquiers et les chefs d'entreprise et donner du pouvoir aux salariés au sein du nouveau type d'entreprise qui se constituait. Ainsi, les structures économiques peuvent avoir *induit* l'idéologie politique, tout autant que celle-ci a pu le faire pour les structures économiques. Tous les arrangements productifs n'ont pas le même degré de stabilité politique ; certains provoquent une opposition politique importante, d'autres sont plus acceptables pour une sociale démocratie⁷⁵. La sociale démocratie et la propriété concentrée peuvent se renforcer mutuellement.

3.2.4. *La recherche de rentes au sein des économies nationales de faible dimension*

Les structures économiques peuvent induire les régimes sociaux démocrates d'une autre façon. Les sociales démocraties, pour nombre d'entre elles, ont été des nations de faible taille, dans lesquelles les marchés de produits étaient moins concurrentiels, parce que seules quelques firmes étaient à même d'atteindre la taille suffisante en termes d'économies d'échelle. Une concurrence plus faible produit des rentes – c'est-à-dire, les profits qui excèdent le niveau requis pour satisfaire les investisseurs – et ces rentes sont à même d'être captées, non seulement

⁷⁵ Voir pour une analyse plus générale M.J. Roe [1998 ; p. 217].

par les apporteurs de capitaux, mais également par les dirigeants et les salariés. Ces rentes peuvent également renforcer la sociale démocratie en accroissant les sentiments de jalousie et d'inégalité. Elles ont également un caractère incitatif en étant des enjeux de conflits. Les salariés qui recherchent les rentes peuvent souvent gagner davantage dans les économies de petite taille, en particulier ceux qui travaillent dans des firmes oligopolistiques non exposées à la concurrence mondiale⁷⁶.

Lorsque la concurrence est féroce sur le marché des biens, les rentes sont réduites et les profits sont éliminés par la compétition. Une raison de l'exception américaine est que l'économie américaine a été plus compétitive ce qui a conduit à rendre les rentes aux États-Unis plus faibles et plus fragiles (c'est-à-dire plus facilement éliminables par la concurrence et, par conséquent, moins intéressantes à rechercher)⁷⁷. Dans les économies nationales de plus faible taille, les comportements souterrains de recherche de rentes d'une part, l'affichage des idéologies sociales démocrates d'autre part, ont pu produire des économies concentrées incapables à supporter des actionnariats dispersés.

Dès lors que les économies de faible taille s'intègrent dans des zones de libre échange, le potentiel de rentabilité associé aux stratégies locales de recherche de rentes diminue ; le renforcement de la concurrence sur le marché des biens rend plus difficile le maintien des régimes de gouvernance traditionnels dans les sociales démocraties et la demande pour des institutions facilitant le fonctionnement des marchés financiers

⁷⁶ Nous développons cette théorie et mettons en évidence des données qui la corroborent dans M.J. Roe [2001].

⁷⁷ Même les rentes faibles créent de l'indétermination dans la structure de propriété et dans la gouvernance. Les rentes permettent aux différents acteurs d'extraire de la valeur de la firme, et ces acteurs peuvent gagner par hasard dans certains types d'environnement politique et perdre dans d'autres. Lorsque la concurrence était plus faible dans l'économie américaine, et les oligopolistes plus forts, les pressions, même molles, exercées pour assouplir les contraintes pesant sur les salariés et inciter les dirigeants à prendre en compte leurs intérêts ont pu être plus efficaces qu'elles ne le sont aujourd'hui. Voir M.J. Roe, *supra* note 19.

s'accroît⁷⁸. Les États dont les entreprises font face à une concurrence intense et qui sont dans l'incapacité de mettre en œuvre un programme social démocrate dans les entreprises ou sur les marchés du travail peuvent, soit changer d'objectifs, soit mettre en œuvre leur programme via la protection sociale, ce qui permet de laisser leur liberté d'action aux entreprises.

3.2.5. *La recherche de la stabilité*

La notion-même de sociale démocratie peut ne pas permettre de rendre compte fidèlement de la mesure de l'idéologie que nous proposons. Certaines nations peuvent accorder une plus grande priorité à la recherche de la stabilité. Cette préférence peut s'expliquer en raison des guerres passées et des dommages subis, de l'instabilité sociale, des crises économiques ou des famines. Si les électeurs recherchent la stabilité, ils peuvent accorder leur préférence à un cadre institutionnel et à un climat économique rendant plus difficiles les changements brutaux. L'argument principal, dans ce cas, n'est plus associé à l'idéologie sociale démocrate, ou à la recherche de rentes par les salariés, mais à l'objectif de recherche de stabilité par la Société⁷⁹.

De fait, avant que ne commence avec la Première guerre mondiale le processus d'autodestruction européen, créateur d'instabilité, les marchés financiers *étaient plus développés en Europe qu'ils ne le sont actuellement*, et quasiment équivalents en termes d'importance à ce qu'ils étaient aux États-Unis⁸⁰. Les régimes politiques étaient plus

⁷⁸ La question de savoir si la dépendance de sentier réduit la demande d'adaptation des formes des sociétés est analysée dans L.A. Bebhuk, M.J. Roe [1999 ; p. 127].

⁷⁹ K. Polanyi [1944].

⁸⁰ Voir R.G. Rajan, L. Zingales [1999 ; p. 76], selon lesquels les émissions d'actions rapportées au PNB, comparativement aux États-Unis, étaient supérieures en France, et seulement légèrement inférieures en Allemagne. Au cours de la période 1900-1913, les firmes françaises et japonaises ont émis *davantage* d'actions au sein de leurs nations respectives que leurs consœurs américaines aux États-Unis. Cf. Y. Miwa, J. Mark Ramseyer [2000] qui rappellent le rôle étonnamment important du marché financier japonais à la fin du 19^e siècle.

conservateurs et les mouvements sociaux démocrates étaient marginaux.

3.2.6. *Les fonctions d'utilité des dirigeants*

Une autre façon de considérer cette question est de s'interroger sur le contenu des fonctions d'utilité des dirigeants. La nature humaine n'exige pas que les dirigeants maximisent, disons, la taille de la firme ou la rentabilité. Dans les cultures qui mettent l'accent sur d'autres valeurs et les inculquent lors de la formation ou par d'autres voies, les dirigeants peuvent chercher à maximiser d'autres variables et ces variables peuvent les rendre moins aptes, ou moins désireux de se conformer aux objectifs des actionnaires.

3.3. *Le changement technologique*

Au fur et à mesure que la technologie évolue, les formes organisationnelles sous-jacentes peuvent également se transformer. Le mouvement conduisant à abandonner les industries lourdes pour des industries de service évoluant rapidement peut avoir une influence sur la gouvernance des entreprises de deux façons. Premièrement, les nouvelles industries peuvent être moins sujettes aux conflits sociaux et économiques qui accroissent les coûts d'agence. Deuxièmement, la plus grande responsabilisation des salariés dans les industries de service peut être efficace dans une perspective de rentabilisation du capital. Même si les problèmes d'agence trouvent également leur origine dans l'existence de conflits dans ce type d'activités, ces problèmes peuvent se révéler moins coûteux pour le capital financier, car le ratio capital financier / capital humain est souvent plus faible dans la nouvelle économie, fondée sur les services et les nouvelles technologies, que dans les activités traditionnelles de l'ancienne économie. Les *stock options* sont fréquemment employées tant pour les dirigeants que pour les salariés dans les entreprises de la nouvelle économie, où l'implication et le capital humain sont des facteurs importants. Si les facteurs technologiques réduisent l'importance de l'ancien mode d'organisation industrielle, ils ne conduisent cependant pas à la disparition des conflits sociaux. Cependant en

situation de croissance, la relation entre la sociale démocratie et la firme cotée devient plus paisible⁸¹.

4. Les conditions politiques prérequis aux États-Unis

Alors que nous avons jusqu'ici analysé les réalités politiques dans un contexte mondial, il est inutile de rappeler au lecteur que cet article porte autant sur les États-Unis que sur le reste du monde. La firme managériale à la Berle et Means est habituellement considérée par les observateurs de l'économie américaine comme une institution économique qui est apparue et a évolué pour résoudre les problèmes tant financiers que technologiques liés à une forte taille, de façon à satisfaire des besoins de financement très importants et à proposer des moyens de contrôler les dirigeants disposant d'une trop grande latitude à la tête de l'entreprise.

Mais, des conditions politiques ont également été nécessaires pour expliquer l'essor, l'évolution et la domination de la firme managériale. Les conflits sociaux, à motivations économiques, ont été plus faibles aux États-Unis que partout ailleurs. En raison de cette moins grande intensité des conflits, les actionnaires ont pu, plus facilement, se dispenser de surveiller la firme au jour le jour sans craindre que les dirigeants ne cèdent aux pressions spoliatrices de la sociale démocratie. Au cours du temps, des moyens permettant de mieux faire converger les intérêts des actionnaires et des dirigeants sont apparus, apparition qui aurait été impossible si les États-Unis s'étaient davantage apparentés à une sociale-démocratie.

⁸¹ Cf. S. Fleming [1999 ; p. 76, 77, 80] selon lequel les nouvelles firmes cotées sur le Nouveau Marché allemand sont des firmes en croissance, dont les activités sont principalement liées aux hautes technologies – et donc vraisemblablement employant un capital humain élevé –, et qui créent des emplois.

Conclusion : politique d'emploi, valeur actionnariale et séparation propriété/décision

La firme managériale est une forme organisationnelle, un outil fragile, facile à déstabiliser et à détruire. Elle domine l'économie américaine en raison de sa capacité à réunir des capitaux importants et à répartir efficacement le risque entre des investisseurs privés, mais elle suppose de nombreuses conditions préalables pour apparaître, survivre et se développer.

Par ailleurs, il est évident que les avantages traditionnellement associés à la firme managériale – l'innovation, le caractère concurrentiel de l'économie, le développement des nouvelles technologies – peuvent être obtenus par d'autres moyens. La vision américaine, selon laquelle la firme managériale serait le summum de l'organisation économique, n'est pas nécessairement pertinente. L'innovation, la concurrence et l'efficacité productive peuvent être obtenues par d'autres types d'organisation. Les nations qui se privent d'une forme organisationnelle particulière ne se condamnent pas pour autant à la récession, même si elles disposent d'un arsenal organisationnel moins complet. (De façon similaire, les nations qui fragmentent plus que de raison l'actionnariat institutionnel ainsi que le droit d'intervention au sein du conseil d'administration se privent également d'un autre type d'outil).

Toutefois, il ne s'agit pas d'une raison suffisante pour condamner les sociales démocraties. Ce qui est perdu au niveau des outils dont disposent les actionnaires peut être compensé au niveau des salariés ; l'effet net en termes d'efficience peut être nul. La solidarité et l'égalité qui règnent dans ces nations peuvent rendre les citoyens plus heureux, et ces sociétés peuvent se révéler, sur le long terme, plus stables et plus productives. De nombreux acteurs européens, y compris des dirigeants, pensent qu'il en est ainsi⁸². Les citoyens des nations qui privilégient la stabilité, peut-être en raison des conséquences des guerres passées, peuvent accorder de ce fait une valeur particulière à la sociale démocratie.

⁸² Voir M. Albert.

Mais les effets de productivité et la valeur globale attachés à la sociale démocratie ne sont pas les principaux arguments que nous avons développés. Le point clé de cet article est que les problèmes liés à la mise en place de nombreuses sociétés cotées et de marchés financiers liquides au sein des sociales démocraties peuvent davantage être résolus par des réponses touchant au cœur même de l'organisation sociale et politique de ces sociétés que par des réponses techniques visant à créer le cadre institutionnel légal adéquat. Ainsi, les solutions purement techniques proposées par les réformateurs seront inadaptées ou impossibles à mettre en œuvre ; et même s'il est possible de les mettre en œuvre, ces réformes techniques auront peu d'effet, à moins qu'elles ne s'accompagnent de réformes politiques. Ce type de cadre institutionnel qui permet d'assurer le développement des marchés financiers sera en fait peu recherché tant que les régimes de sociale démocratie ne se seront pas suffisamment réformés afin de jeter les bases politiques nécessaires pour permettre un fonctionnement viable des grandes firmes cotées.

Les marchés financiers, des dirigeants, du travail et les institutions qui les régissent entretiennent des liens intimes. Si certaines dimensions de ces marchés et de ces institutions se révèlent mutuellement adaptées, faisant apparaître des effets de complémentarité, d'autres apparaissent conflictuelles. La politique peut avoir une influence déterminante sur une des trois dimensions (financière, managériale et salariale) et influencer ainsi indirectement sur les deux autres, car seul un ensemble restreint de combinaisons se révélera compatible avec la dimension privilégiée par l'action politique. L'hostilité américaine, continue tout au long de l'histoire, envers le pouvoir institutionnel privé a conduit à une hypertrophie d'un certain type de marché financier, ce qui a eu pour résultat une organisation particulière des institutions managériales dans la grande firme cotée⁸³. La politique étrangère a eu une influence sur les institutions régissant le marché du travail, ce qui a entraîné un certain nombre de conséquences pour les institutions managériales et la structure du capital financier. Si les institutions encadrant l'emploi aux États-Unis

⁸³ M.J. Roe, *supra* note 66, p. xiii-xvi, p. 283-287.

avaient été différentes – si les États-Unis avaient ressemblé davantage à une sociale démocratie – la firme managériale aurait éprouvé davantage de difficultés à s'imposer et aurait pu n'être qu'une institution économique mineure, et non majeure, de la vie économique américaine.

Ce résultat n'est pas purement technique et il en découle qu'un changement ne saurait se réduire à cette seule dimension. Ce résultat s'inscrit dans les conditions politiques encadrant l'organisation de la Société : les sociales démocraties accroissent les coûts d'agence pour les actionnaires dans les firmes managériales. Elles exacerbent les tendances des dirigeants à préférer la croissance à la rentabilité, à éviter les risques à n'importe quel prix, à retarder les adaptations organisationnelles qui s'imposent avec les évolutions des marchés et de la technologie. Dans ces régimes, les salariés préfèrent que ces changements n'aient pas lieu, ils disposent de moyens de pression politique importants et les dirigeants éprouvent davantage de difficultés à mettre en œuvre les changements organisationnels nécessaires. Souvent même, ils renoncent à les mettre en œuvre.

L'alignement des intérêts entre dirigeants et actionnaires est plus difficile dans les sociales démocraties que dans les autres régimes : les propriétaires préfèrent ne pas avoir des comptes très transparents, qui donneraient davantage d'informations aux salariés relativement à ce qui semble préférable du point de vue des actionnaires. Par suite, la l'exigence de transparence des comptes sera plus faible dans les sociales démocraties et, tant que la comptabilité sera opaque, une propriété concentrée (les actionnaires dominants étant en mesure d'obtenir l'information, de façon privée, auprès de la firme et de ses dirigeants) persistera. Les normes de maximisation de la valeur actionnariale seront moins légitimes dans les sociales démocraties. Les mécanismes de contrôle les plus efficaces, tels que les prises de contrôle hostiles et la publicité des rémunérations, seront plus difficiles, sinon impossibles à mettre en œuvre.

La théorie politique présentée ici est que le « coin » que constituent les sociales démocraties, accroît l'écart entre les actionnaires et les dirigeants dans la firme managériale, en élevant le niveau des coûts d'agence et en rendant les outils qui permettraient de les contrôler

moins efficaces. L'influence du « coin politique » a été plus faible aux États-Unis et nous avons de ce fait pu découvrir la condition critique nécessaire à la séparation des fonctions de propriété et de décision, ou de façon équivalente de l'essor et de la persistance de la forme organisationnelle dominante de la vie économique américaine, c'est-à-dire l'absence tout au long de l'histoire d'une sociale démocratie forte.

Bibliographie

- Acemoglu D., Newman A. [1997], « The Labor Market and Corporate Structure », MIT Department of Economics, Working Paper n° 97-8, June.
- Agnblad J., Berglöf E., Högfeld P., Svancar H. [2000], « Ownership and Control in Sweden – Strong Owners, Weak Minorities, and Social Control », Working Paper, 10 February.
- Albert M. [1991], *Capitalisme contre capitalisme*.
- André Jr. T.J. [1996], « Some Reflections on German Corporate Supervisory Boards », *Tulane Law Review*, n° 21, p. 1819-1825.
- Aoki M. [1997], « Unintended Fit », in M. Aoki, *The Role of Government in East Asian Economic Development*.
- Bauer M. [1997], « Administrateurs et dirigeants du CAC 40 », *Rapport du CNRS*, Observatoire des dirigeants, septembre.
- Baums T., Frick B. [1999], « The Market Value of the Codetermined Firm », in M. Blair, M.J. Roe (Eds.), *Employees and Corporate Governance*.
- Bebchuk L.A. [1998], « A Theory of the Choice Between Concentrated and Dispersed Ownership of Corporate Shares and Votes », Harvard University, Law and Economics Working Paper, October.
- Bebchuk L.A. [1999], « A Rent Protection Theory of Corporate Ownership and Control », Working Paper.
- Bebchuk L.A., Kraakman R., G. Triantis [2000], « Stock Pyramids, Cross-Ownership, and Dual Class Equity : The Mechanisms and Agency Costs in Separating Control from Cash-Flow Rights », in R. Morck (Ed.), *Concentrated Corporate Ownership*.

- Bebchuk L.A., Roe M.J. [1999], « A Theory of Path Dependence in Corporate Ownership and Governance », *Stanford Law Review*.
- Becht M., Röell A. [1998], « Blockholdings in Europe : An International Comparison », European Corporate Governance Network Overview Paper.
- Bergström C., Rydqvist K. [1999], « Ownership of Equity in Dual-Class Firms », *Journal of Banking and Finance*, vol. 14.
- Bergström C., Rydqvist K. [1999], « The Determinants of Corporate Ownership – An Empirical Study on Swedish Data », *Journal of Banking and Finance*, vol. 14.
- Bertrand M., Mullainathan S. [1999], « Is there Discretion in Wage Setting ? A Test Using Takeover Legislation », *Rand Journal of Economics*, vol. 30.
- Böhmer E. [1998], « Who Controls Germany? An Exploratory Analysis », Working Paper n° 71, Universität Osnabrück, October.
- Castles F.G., Mair P. [1984], « Left-Right Political Scales : Some ‘Expert’ Judgments », *European Journal of Political Science*, vol. 12.
- Chandler A.D. Jr, Daems H. [1980], « Introduction », in A.D. Chandler Jr, H. Dames (Eds), *Managerial Hierarchies – Comparative Perspectives on the Rise of the Modern Industrial Enterprise*.
- Chandler A.D. [1977], *The Visible Hand : The Managerial Revolution in American Business*.
- Chandler A.D. [1990], *Scale and Scope*.
- Charkham J.P. [1994], *Keeping Good Company : A Study of Corporate Governance in Five Countries*.
- Charny D. [1999], « Workers and Corporate Governance : The Role of Political Culture », in M. Blair, M. Roe (Eds), *Employees’ and Corporate Governance*.
- Commons J.R. [1908], « Is Class Conflict in America Growing and Is it Inevitable? », *American Journal of Sociology*, réédité in M. Rutherford, W.J. Samuels (Eds.), *III Classics in Institutional Economics*, 1997.
- Commons J.R. [1935], *History of Labor in the United States – 1896-1932*, réédité in M. Rutherford, W.J. Samuels (Eds.), *III Classics in Institutional Economics*, 1997.

- Cusack T.R. [1997], « Partisan Politics and Public Finance : Changes in Public Spending in the Industrialized Democracies, 1955-1989 », *Public Choice*, vol. 91.
- Dahrendorf R. [1999], «The Third Way and Liberty », *Foreign Affairs*, September-October.
- Davenport-Hines R.P.T., Jones G. (Eds) [1988], *Enterprise Management and Innovation in British Business, 1914-1980*.
- Demsetz H. [1983], «The Structure of Ownership and the Theory of the Firm », *Journal of Law & Economics*, vol. 26, p. 375-390.
- Edwards J., Fisher K. [1994], *Banks, Finance and Investment in Germany*.
- Elbaum B., Lazonick W. (Eds) [1987], *The Decline of the British Economy*.
- Fanto J.A. [1988], « The Role of Corporate Law in French Corporate Governance », *Cornell International Law Journal*, vol. 31.
- Fanto J.A. [1995], « The Transformation of French Corporate Governance and United States Institutional Investors », *Brooklyn Journal of International Law*, vol. 21.
- Faujas A. [1999], « Français, Allemands et Italiens n'attendent rien de bon des entreprises », *Le Monde Economie*, 1^{er} juin.
- Fitzroy F.R. et Kraft K. [1993], «Economic Effects of Codetermination », *Scandinavian Journal of Economics*, vol. 95.
- Fleming S. [1999], « The Neuer Markt's Wild Rise », *Institutional Investor*, April.
- Francis A. [1980], « Families Firms and Financial Capital: The Development of UK Industrial Firms with Particular Reference to Their Ownership and Control », *British Journal of Sociology*, vol. 14.
- Franks J., Mayer C. [1997], « Ownership, Control and the Performance of German Corporations », document non publié, April.
- Franks J., Mayer C. [2000], « Ownership and Control of German Corporations », Oxford Working Paper, January.
- Frick B., Speckbacher G., Wentges P. [1998], « Arbeitnehmermitbestimmung und moderne Theories der Unternehmung », *Zeitschrift für Betriebswirtschaft*, vol. 5.

- Friedman M. [1970], «The Social Responsibility of Business Is to Increase its Profits », *New York Times Magazine*, 13 September.
- Goyer M. [1999], «The Transformation of Corporate Governance in France and Germany », Ph.D Thesis, MIT.
- Graham A. [1997], « The UK 1979-95 : Myths and Realities of Conservative Capitalism », in C. Crouch, W. Streeck (Eds.), *The Political Economy of Modern Capitalism – Mapping Convergence and Diversity*.
- Hannah L. [1979], «Mergers, Cartels and Concentration : Legal Factors in the U.S. and European Experience », in N. Horn, J. Kocka, *Law and the Formation of the Big Enterprises in the 19th and Early 20th Centuries*.
- Hannah L. [1980], « Visible and Invisible Hands in Great Britain », in A.D. Chandler Jr, H. Dames (Eds), *Managerial Hierarchies – Comparative Perspectives on the Rise of the Modern Industrial Enterprise*.
- Hoge W. [1999], « Tony Blair Rides Triumphant, Either as a Visionary or as a Good Promoter », *New York Times*, 2 February.
- Hollande F. [1999], « Pour une extension des stock-options à l'ensemble du personnel », *Le Monde*, 7 octobre.
- Holmén M., Högfeld P. [1999], « Corporate Control and Security Design in Initial Public Offerings », Stockholm School of Economics, Working Paper, 15 December.
- Jagannathan R., Srivivasn S.B. [1999], « Does Product Market Competition Reduce Agency Costs? », University of Minnesota Working Paper, July.
- Jensen M.C. [1986], « Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers », *American Economic Review*, vol. 76.
- Kindleberger C.P. [1960], « Economic Growth in France and Britain ».
- Kirby M.W. [1989], « Institutional Rigidities and Britain's Industrial Decline », *Business History Review*, vol. 63.
- Kirk N. [1998], *Change, Continuity and Class : Labour in British Society*.
- Kuttner R. [1996], « Soaring Stocks : Are Only the Rich Getting Richer », *Business Week*, 22 April.

- La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A. [1999], « Corporate Ownership Around the World », *Journal of Financial Economics*, vol. 54.
- Latour A., Steinmetz G. [1998], « Swedish Giant : Barnevik Set About Task of Preserving Wallenberg Empire », *Wall Street Journal*, 18 May.
- Le Monde [1999], « Des réactions politiques et syndicales sévères », 11 septembre.
- Le Monde [1999], Michelin, 23 septembre.
- Lemaître F. [1999] « Le succès de l'actionnariat salarié bouleverse le capitalisme français », *Le Monde*, 2 mars.
- Leparmentier A. [1998], « L'Allemagne industrielle de nouveau conquérante », *Le Monde*, 28 novembre.
- Lester R. [1952], « A Range Theory of Wage Differentials », *Industrial and Labor Relations Review*, vol. 5.
- Mauduit L. [2000], « M. Jospin ouvre avec précaution le dossier de l'épargne salariale », *Le Monde*, 29 janvier.
- Ministère de l'Economie, des Finances et de l'Industrie [2000], « Rapport au Premier Ministre sur l'épargne salariale », janvier.
- Miwa Y., Ramseyers M. [2000], « Corporate Governance in Transitional Economies : Lessons from the Pre-War Japanese Cotton Textile Industry », *Journal of Legal Studies*, vol. 29.
- Nyman S., Silberstron A. [1978], « The Ownership and Control of Industry », *Oxford Economic Papers*, vol. 74.
- OECD [1998], *Financial Market Trends*, February.
- Owen D. [2000], *Financial Times*, 15 March.
- Pistor K. [1999], « Codetermination : A Sociopolitical Model with Governance Externalities », in M. Blair, M.J. Roe (Eds), *Employees and Corporate Governance*.
- Polanyi K. [1994], *The Great Transformation*.
- Porter M.E. [1999], « The Microeconomic Foundations of Economic Development », in World Economic Forum, *The Global Competitiveness Report*.

- Przeworski A. [1993], « Socialism and Social Democracy », in J. Krieger et al. (Eds), *The Oxford Companion to Politics of the World*.
- Rajan R.G., Zingales L. [1999], «The Politics of Financial Development », University of Chicago, Working Paper, August.
- Reynolds L. [1951], *The Structure of Labor Markets : Wages and Labor Mobility in Theory and Practice*.
- Roe M.J. [1994], *Strong Managers, Weak Owners : The Political Roots of American Corporate Finance*.
- Roe M.J. [1996], «From Antitrust to Corporate Governance? – The Corporation and the Law : 1959-1994 », in C. Kaysen (Ed.), *The American Corporation Today*.
- Roe M.J. [1998], « Backlash », *Columbia Law Review*, vol. 98.
- Roe M.J. [1998], «German Codetermination and German Securities Markets », *Columbia Business Law Review*.
- Roe M.J. [2000], «Political Preconditions for Separating Ownership from Corporate Control », *Stanford Law Review*, vol. 53.
- Roe M.J. [2001], «Rents and their Corporate Law Consequences », *Stanford Law Review*, vol. 53.
- Ruggiero E. [1998], «Italy », in A.R. Pinto, G. Visentini (Eds), *The Legal Basis of Corporate Governance in Publicly Held Corporations : A Comparative Approach*.
- Schilling F. [1994], «Die Aufsichrat ist für die Katz », *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, 27 août.
- Schimmelmann (von) W. [1997], «Unternehmenskontrolle in Deutschland », in B. Gahlen et al. (Eds), *Finanzmärkte*.
- Schmid F.A., Seger F. [1998], « Arbeitnehmer-Mitbestimmung, Allokation von Entscheidungsrechten und Shareholder Value », *Zeitschrift für Betriebswirtschaft*, vol. 5.
- Scott J. [1990], « Corporate Control and Corporate Rule : Britain in an International Perspective », *British Journal of Sociology*, vol. 41.
- Semler J. [1998], « The Practice of the German Aufsichrat », in K. Hopt et al. (Eds.), *Comparative Corporate Governance – The State of the Art and Emerging Research*.

Stimson S.C. [1998], «Social Democracy», in J. Eatwell et al., *The New Palgrave – A Dictionary of Economics*.

Sullivan A. [1999], «The End of Britain», *New York Times Magazine*, 21 February.

Turner F.J. [1920], *The Frontier in American History*.

Vafeas N. [1999], «Board Meeting Frequency and Firm Performance», *Journal of Financial Economics*.

Weiss L. [1988], *Creating Capitalism : The State and Small Business Since 1945*.

Windolf P. [1998], «The Governance Structure of Large French Corporations», in *Corporate Governance Today*, Columbia Sloan Project on Corporate Governance.

Zingales L. [1994], «The Value of the Voting Right : A Study of the Milan Stock Exchange Experience», *Review of Financial Studies*, vol. 7.