

Les rentes et leurs conséquences en matière de gouvernance des entreprises

Mark J. ROE
Harvard Law School

Classification JEL : G380

Correspondance :
Harvard Law School
Cambridge, Massachusetts
02138 USA
Email : mroe@law.harvard.edu

Résumé : Les marchés des biens sont plus ou moins concurrentiels selon les nations. Des marchés moins concurrentiels et les rentes monopolistiques qui leur sont associées peuvent avoir une incidence sur la gouvernance des entreprises. Cette incidence peut être directe en raison de la latitude plus grande des dirigeants et de l'accroissement induit des coûts d'agence. Elle peut aussi être indirecte dans la mesure où les rentes de monopole constituent un enjeu conflictuel pour les différents acteurs de la firme qui cherchent à se les approprier. On peut donc s'attendre à ce que les structures de gouvernance, les lois et les pratiques diffèrent entre les nations en fonction du caractère monopolistique des industries et des coûts d'agence. En particulier, l'importance des rentes influencera vraisemblablement le jeu politique et la production même des lois.

Mots clés : coûts d'agence – gouvernance des entreprises – rentes de monopole – régime politique – droit.

Abstract : Product markets are weaker in some nations than they are in others. Weaker product markets, and the concomitant monopoly rents, can affect corporate governance. They can do so directly by loosening a constraint on managers, thereby increasing managerial agency costs to shareholders. The monopoly profits can also affect corporate governance structures indirectly by setting up a fertile field for conflict inside the firm as the corporate players seek to grab those monopoly profits for themselves. One would expect corporate governance structures, laws, and practices to differ in nations with monopoly-induced high agency costs from those prevailing in nations with more competition, fewer monopolies, and lower agency costs. And we might speculate that these rents when large and widespread could affect democratic politics and law-making.

Key words : agency costs – corporate governance – monopoly rents – politics – law-making.

L'organisation industrielle et la gouvernance des entreprises s'influencent de façon réciproque, parfois de façon complémentaire, parfois de façon conflictuelle. Les rentes monopolistiques (ou oligopolistiques) nées d'une concurrence faible dans une démocratie sont liées à une structure de propriété concentrée et au dispositif légal qui l'encadre. L'inverse est également vrai : une concurrence faible sur le marché des produits et une structure de propriété diffuse sont également liées entre elles, ainsi qu'avec les cadres légaux auxquels elles sont associées.

Certaines économies sont moins concurrentielles. Une concurrence plus faible produit des rentes plus élevées, autrement dit, des profits de monopole supérieurs à ceux qui seraient nécessaires pour poursuivre l'activité. Ces rentes peuvent affecter les firmes, car elles donnent de la latitude aux dirigeants et incitent les acteurs internes à la firme à entreprendre des activités de recherche de rentes. L'on pourrait supposer que ces rentes, si elles sont suffisamment importantes, affectent les régimes politiques démocratiques, dans la mesure où elles doivent être réparties et où cette répartition s'effectue, au moins en partie, dans l'arène politique. Dans une nation où ces rentes seraient absentes, une fonction importante de la politique – la répartition des rentes monopolistiques – serait absente de son agenda.

Quand les rentes sont fréquentes, les acteurs internes à la firme ont plus de latitude pour contester la part du gâteau que chacun tente de s'approprier. En outre, les actionnaires sont plus particulièrement préoccupés de savoir s'ils s'approprient l'essentiel de la rente monopolistique potentielle ou si les dirigeants peu contraints, satisfaits de cette latitude supplémentaire, la gaspillent au lieu de leur distribuer.

L'article commence par la présentation d'un modèle d'économie industrielle permettant d'analyser la façon dont les différents degrés de concurrence affectent la gouvernance des entreprises et la structure de propriété. Nous étudions alors la façon dont celles-ci peuvent affecter la politique sociale (ultérieurement dans l'article, le sens de la causalité sera discuté). Des rentes plus élevées induisent des coûts d'agence plus importants pour les actionnaires ; ce qui les incite à renforcer les mécanismes de gouvernance internes, de façon à contenir ces coûts dans des limites raisonnables. Des rentes plus élevées, de façon plausible, four-

nissent les incitations nécessaires pour alimenter les conflits portant sur la façon de les répartir dans l'économie nationale entre les partis politiques, les idéologies, et les différents acteurs.

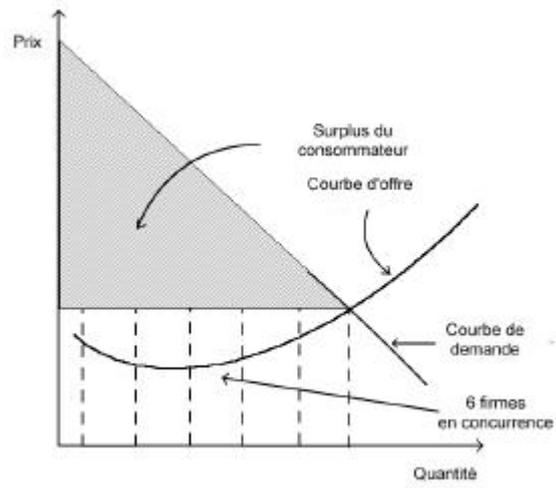
1. La nature et l'origine des rentes

1.1. L'analyse économique de la rente du consommateur

1.1.1. La concurrence pour maximiser la rente du consommateur

L'origine de la rente est facilement identifiable. Elle provient de l'important surplus du consommateur qu'un marché concurrentiel produirait et que le monopoleur peut s'approprier alors que cette appropriation est impossible pour les concurrents. Certains consommateurs paieraient un prix élevé si nécessaire. Mais les producteurs étant en concurrence, réduisent leur prix jusqu'au point où les coûts sont couverts de façon à obtenir un profit normal. Ce résultat est représenté dans la figure 1, sur la base des courbes d'offre et de demande.

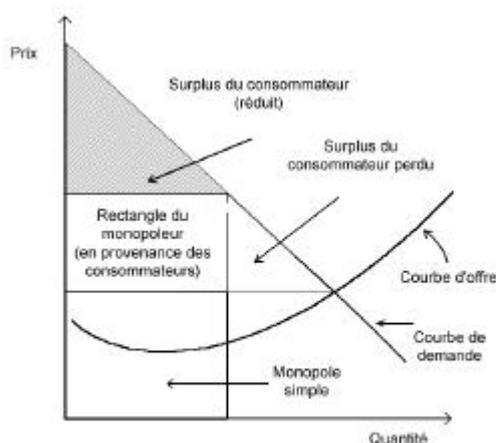
Figure 1 – *Le surplus du consommateur*



1.1.2. *Le rectangle du monopoleur*

Quand une seule firme domine le marché des biens et que l'entrée sur ce marché est impossible (ou trop coûteuse), la firme monopolistique produit moins et augmente son prix. Elle produit moins de telle sorte qu'elle puisse augmenter son prix en vendant uniquement aux consommateurs qui sont disposés à payer davantage. Le monopoleur produit donc moins, augmente son prix et cherche la combinaison prix-quantité qui maximise son profit de monopole. Il réduit le surplus total disponible pour les consommateurs : certains consommateurs n'acquièrent jamais le produit parce qu'il est trop coûteux pour eux, les autres l'obtiennent à un prix supérieur au prix du marché concurrentiel. La valeur créée passe des portefeuilles des consommateurs qui continuent à acheter (au prix plus élevé) au compte du monopoleur. Le montant de ce transfert, parfois appelé rectangle du monopoleur est représenté dans la figure 2.

Figure 2 – *Le rectangle du monopoleur*



Les actionnaires qui souhaitent s'approprier ces profits, préfèrent les structures de gouvernance qui incitent les dirigeants à réaliser ces profits pour le compte des actionnaires. Si de nombreuses firmes réduisent leur production et accroissent leur prix, nous pouvons nous attendre à ce

que ces décisions aient une incidence sur les questions politiques fondamentales, comme nous le verrons en section 4. Davantage de firmes supportent potentiellement des coûts d'agence plus élevés ; ces « rectangles » s'ils sont nombreux, sont un enjeu important pour les acteurs politiques qui vont se les disputer ; et cet enjeu est source de conflits et de solutions qui, bien qu'il soit possible de les cantonner au sein de la firme, sont souvent débattues au niveau national par les institutions politiques.

Considérons plus précisément le « rectangle » et les acteurs qui veulent s'en approprier une part.

1.2. Qui possède le rectangle du monopoleur ?

1.2.1. Est-ce simplement un problème de répartition ?

Les analyses économiques traditionnelles sous-estiment l'importance du rectangle du monopoleur : le rectangle représente « simplement » un transfert des consommateurs qui achètent (qui pourraient être riches, d'après ce que nous savons d'après la figure 2) aux firmes (qui pourraient être des producteurs pauvres coopérant ensemble). L'inconvénient majeur du monopole est de réduire la production et d'accroître le prix, refusant de ce fait le produit à des consommateurs qui pourraient payer le coût de production supporté par le monopoleur, mais auxquels le monopoleur refuse de vendre de manière à pouvoir accroître son prix envers les consommateurs qui accordent une valeur supérieure au produit. La réduction du surplus du consommateur représenté par le triangle est une perte, et l'inconvénient du monopole dans l'analyse traditionnelle est la destruction de ce triangle, et non l'appropriation du rectangle¹.

¹ Pour un exposé traditionnel de cette vision, voir Mankiw (1998, p. 318), Samuelson et Nordhaus (1998, p. 166) et Scherer et Ross (1990, p. 20-24).

1.2.2. *Les firmes investissent pour s'approprier le rectangle du monopoleur*

L'idée classique que le rectangle du monopoleur est « simplement » distributionnel a été mise à mal au cours des dernières décennies par les critiques de Posner et de Tullock. Les firmes anticipent ces profits excédentaires si elles peuvent établir (ou conserver) un monopole, et elles investissent en conséquence. À la limite, elles sont prêtes à perdre le gain distributionnel, en l'investissant *ex ante* pour établir le monopole ou *ex post* pour le conserver². Une façon d'obtenir ou de conserver ces profits de monopole est d'investir dans les organisations politiques.

1.2.3. *Mais qui est la firme ?*

Ces analyses sont correctes et nous n'en contestons pas les conclusions. Cependant, elles considèrent les « firmes » comme des boîtes noires, qui se font concurrence pour s'approprier les rentes. La firme s'enrichit. Ses propriétaires s'enrichissent. Le monopoleur s'enrichit. Ce monopoleur est habituellement le « propriétaire ». Parfois, la perspective selon laquelle le monopoleur-propriétaire pourrait perdre une partie des profits de monopole au profit de ses *inputs* apparaît. Ainsi, dans certains oligopoles, la main-d'œuvre, en particulier si elle est syndiquée, peut s'approprier une partie du profit de monopole, sous la forme de salaires plus élevés que ceux des salariés exerçant des tâches similaires par ailleurs³. Par exemple, les salaires des membres du syndicat automobile UAW (*United Auto Workers*) ont été plus élevés que ceux des

² Voir Posner (1976, p. 11) :

But the traditional analysis was shortsighted. It ignored the fact that an opportunity to obtain a lucrative transfer payment in the form of monopoly profits will attract real resources into efforts by sellers to monopolize, and by consumers to prevent being charged monopoly prices. The costs of the resources so used are costs of monopoly just as much as the costs resulting from the [lost consumer surplus].

Voir également Posner (1975, p. 809), Tullock (1967, p. 228, 232), Krueger (1974, p. 302), selon lesquels une société dans laquelle seules les activités de recherche de rentes ou la chance seraient fortement rémunérées, différerait fortement d'une société dans laquelle une rentabilité élevée serait associée à une forte productivité marginale.

³ Freeman et Medoff (1984, p. 52), Viscusi et al. (1995, p. 84), Karier (1985, p. 40-41), Kwoka (1983, p. 253) selon lesquels il y a une corrélation entre la concentration industrielle et le niveau des salaires. Mais Weiss (1966, p. 114-115) rejette cette corrélation.

ouvriers de même qualification travaillant par ailleurs sur des chaînes de montage. Les ouvriers syndiqués se sont appropriés une part de la rente du monopole de l'industrie automobile, avant que la concurrence internationale ne réduise l'essentiel de cette rente.

C'est cette question – qui s'approprie la rente ? (et par quels moyens, politiques ou internes à la firme, ils l'obtiennent ?) – que nous souhaitons étudier. Les firmes peuvent être décomposées. Elles sont constituées des actionnaire-proprétaires, des dirigeants, des employés et des clients. Ces acteurs se font concurrence aussi à propos des rentes. Il n'y a pas que les firmes qui luttent entre elles pour s'approprier le rectangle du monopoleur, mais également les joueurs *internes* à la firme – actionnaires, dirigeants, employés – qui se concurrencent pour en obtenir une part. La manière dont ils se font concurrence pour s'approprier les rentes se reflète dans les mécanismes institutionnels de gouvernance et, vraisemblablement, dans les institutions politiques.

2. Les conséquences internes à la firme lorsque les rentes sont élevées

Considérons tout d'abord les conséquences en matière de gouvernance de la situation de monopole.

2.1. La latitude managériale

Nous commençons par les dirigeants, pour terminer par des considérations plus importantes, les implications des relations entre *les salariés*, la firme monopolistique et la politique nationale.

2.1.1. Les coûts d'agence : l'analyse traditionnelle

On s'attendrait à ce que davantage de monopole induise des coûts d'agence plus élevés dans les firmes monopolistiques. La raison en est évidente : le monopole crée davantage de valeur (c'est-à-dire plus que ce que créerait une firme équivalente dans un secteur concurrentiel) ce

qui induit une tentation plus forte pour les dirigeants. Plus le « rectangle » est grand, plus importante est la création de valeur.

Des marchés de biens fortement concurrentiels peuvent contraindre les dirigeants : s'ils vendent un produit défectueux, les consommateurs achèteront le produit d'un concurrent la prochaine fois. Cette contrainte, cependant, n'est pas toujours aussi stricte, si toutes les firmes en concurrence ont une forte latitude interne. Mais, bien entendu, les contraintes des marchés de biens sont moins strictes, voire inexistantes, pour les dirigeants de la firme monopolistique⁴. Il y a des preuves empiriques selon lesquelles la concentration du marché réduit la productivité alors que la concurrence l'accroît⁵.

2.1.2. *Pourquoi les marchés financiers ne suffisent-ils pas à réduire la latitude managériale ?*

Les marchés financiers ne contraignent les dirigeants que faiblement quand la concurrence sur le marché de biens est faible. Examinons la façon dont la concurrence sur les marchés financiers contraint les dirigeants : les dirigeants, selon l'explication habituelle, doivent recourir aux marchés financiers pour se financer, et lorsqu'ils le font, les investisseurs pénalisent les dirigeants peu performants en exigeant un taux de rentabilité plus élevé ce qui induit une baisse du cours de l'action ; les créanciers pénalisent également les dirigeants en demandant un taux d'intérêt plus élevé et, à la limite, les fournisseurs de capitaux peuvent refuser tout financement ce qui entraîne la faillite de la firme. Des firmes plus efficaces avec des dirigeants plus performants la remplacent éventuellement par la suite. En fait, les marchés financiers ne contraignent pas toutes les firmes situées sur les marchés concurrentiels. Une firme qui n'a pas de besoin de financement n'est pas contrainte à court terme. Elle peut liquider ses actifs et s'autofinancer. À un certain moment, elle connaîtra des difficultés, et la nécessité d'éviter la faillite peut

⁴ Cf. Hart (1983) qui prétend qu'une concurrence accrue sur le marché des produits impose davantage de contraintes au comportement des dirigeants.

⁵ Voir Nickell (1996, p. 741) et les sources citées dans cet article ; Jagannathan et Srinivasan (2000) qui prétendent que les dirigeants conservent davantage de liquidités dans les firmes situées sur un marché faiblement concurrentiel.

inciter certains acteurs à agir. Mais aucune règle légale ne précise que les acteurs ne sont pas disposés à accepter cette défaillance, en particulier si quelqu'un d'autre paie.

Le marché financier contraint plus faiblement *les dirigeants* d'un monopole que les dirigeants d'une entreprise concurrentielle. Les dirigeants du monopole peuvent plus facilement générer l'autofinancement nécessaire pour couvrir les besoins de financement. Aussi longtemps qu'ils laissent *une partie* du « rectangle » du monopoleur à la disposition des apporteurs initiaux de capital, la rentabilité du capital investi pour le monopoleur continuera à être plus élevée que ce qu'elle serait pour une firme située sur un marché concurrentiel⁶. Les marchés financiers contraignent fortement les dirigeants du monopole, non pas quand ils gaspillent les profits de monopole, mais quand le gaspillage est suffisamment élevé pour avoir besoin de nouveaux fonds *et* que leur rentabilité devient inférieure au taux de rentabilité d'équilibre sur un marché concurrentiel⁷.

Ainsi, si le taux de rentabilité de monopole est par exemple de 25 %, quand les marchés financiers globaux exigent un taux de rentabilité de 10 % (pour ce type de firme, cette classe de risque, etc.), alors les

⁶ Une précision qui ne change pas la conclusion : les marchés financiers ajusteront le cours de l'action jusqu'à ce que le taux de rentabilité soit égal au taux de rentabilité d'équilibre ajusté pour le risque sur un marché financier concurrentiel. Supposons que le taux de rentabilité d'équilibre soit de 10 % annuellement. Dans des industries concurrentielles, 100\$ d'investissement rapporteront 10\$ chaque année. Avec un investissement de 50\$, un monopoleur établit un monopole rapportant 10\$ annuellement. Si le monopoleur vend la firme à des acheteurs qui s'attendent à ce que le monopole se maintienne, les acheteurs payeront 100\$. Le monopoleur fondateur s'approprie les 50\$ du « rectangle ». Si les coûts d'agence réduisent prévisionnellement la rentabilité de l'entreprise à 7,50\$ (laissant ainsi 2,50\$ du profit de monopole aux apporteurs de capitaux), alors les investisseurs externes paieront 75\$ la société, capitalisant le résidu prévu à 25\$.

⁷ Le mécanisme des marchés financiers, selon les manuels de base, serait le suivant : lorsque le capital de la firme est intégralement introduit en bourse, les investisseurs capitalisent les flux de liquidités anticipés. Ces flux sont constitués de la marge attendue sur un marché concurrentiel, augmentée des profits de monopole additionnels avant déduction des coûts d'agence, et diminuée des pertes de profits de monopole entraînées par les coûts d'agence. Le propriétaire original reçoit les gains prévus de monopole et supporte toutes les pertes liées aux coûts d'agence. Les futurs actionnaires s'approprient toutes les réductions non anticipées des coûts d'agence. Le point original ici est que si les coûts potentiels d'agence sont élevés pour une firme en situation de monopole, alors le propriétaire fondateur évitera souvent cette perte en ne permettant pas à la société d'émettre des actions sur le marché financier.

contraintes des marchés financiers ne s'imposeront à la firme ayant besoin de capitaux que si le taux de rentabilité anticipé s'abaisse en dessous de 10 %. Mais les marchés financiers ne contraindront pas directement les dirigeants, s'ils s'approprient, partagent ou gaspillent les premiers 15 % de la rentabilité du monopole. Cette réserve de 15 % est le rectangle du monopoleur, les profits potentiels excédentaires à l'origine de la latitude managériale⁸.

2.1.3. *Les coûts d'agence respectivement associés à la perte de valeur et à l'appropriation de la valeur*

Le niveau des coûts d'agence importe même si les dirigeants ne s'approprient pas totalement les rentes de monopole. Les dirigeants, s'ils ne sont pas suffisamment actifs, peuvent perdre une grande part des profits de monopole même si le gain qui leur revient est faible. Les coûts *d'agence* supportés par les actionnaires peuvent être élevés même si les gains *des dirigeants* sont comparativement modestes.

Les dirigeants dans l'analyse traditionnelle des coûts d'agence tendent à accroître la taille des firmes sans considération de la rentabilité. Leur gain peut être inférieur à la perte pour les actionnaires. Les actionnaires veulent imposer des mécanismes qui contraignent les actionnaires à gérer en fonction du profit. Quand la concurrence sur le marché des biens est faible, deux de ces mécanismes – la concurrence sur le marché des biens et sur le marché financier – sont peu efficaces.

⁸ Des scénarios plus complexes modifient, mais ne changent pas, le résultat fondamental selon lequel le monopole contraint moins que la concurrence. Quand la firme émet pour la première fois ses actions, les acheteurs capitalisent le niveau anticipé des profits de monopole. Si, à l'origine, les acheteurs pensent de manière erronée qu'ils s'approprient l'essentiel de ces bénéfices, ils perdront leur investissement. Mais il n'en découle pas nécessairement que les dirigeants seront contraints par la suite par les marchés financiers. Même s'ils ont besoin de fonds, si la rentabilité attendue sur les nouveaux capitaux est conforme au taux de rentabilité du marché, les investisseurs initiaux auront perdu leur investissement, mais les dirigeants continueront à pouvoir se financer.

2.1.4. La double signification des « rentes »

Les rentes liées à la situation économique – le monopole – risquent souvent d’être confondues avec celles associées au contrôle de la firme – la valeur que ceux qui contrôlent la firme peuvent s’approprier en toute impunité. Les deux catégories sont importantes et liées – des rentes managériales modestes liées aux erreurs commises par les dirigeants constituent un type de rentes revenant à ceux qui détiennent le contrôle et elles peuvent représenter des pertes importantes sous forme de rentes de monopole pour les propriétaires – mais les deux concepts, bien que désignés par le même terme, ne sont ni identiques, ni opposés comme les deux faces d’une même pièce de monnaie. Une faible « rente » managériale associée, par exemple, à une erreur d’inattention de la direction de la firme, peut induire une perte très importante de « rente » monopolistique pour les actionnaires dans la mesure où le rectangle est perdu pour une négligence même minime.

2.1.5. Les coûts d'agence : les incidences du comportement des salariés

Il y a d’autres aspects qui interviennent. Les salariés peuvent revendiquer une part du rectangle du monopoleur. Les salaires devraient être plus élevés, les horaires plus réduits, les conditions de travail moins favorables aux profits des actionnaires. Ces exigences peuvent être associées à une stricte recherche de rentes ou être justifiées par la simple équité (quelle est l’origine de ces profits de monopole et à qui sont-ils dus ?).

Les employés qui cherchent à s’approprier une part du rectangle accroissent les coûts d’agence managériaux. Cette recherche passe par une exigence de salaires plus élevés, de meilleures conditions de travail et, parfois, par le partage de l’autorité au sein du système de gouvernance. Le système allemand de cogestion (par l’intermédiaire duquel les salariés détiennent la moitié des sièges des conseils d’administration des grandes firmes), par exemple, est plus adapté à un marché faiblement concurrentiel (où les actionnaires peuvent partager les rentes avec les salariés actuels) qu’à un marché fortement concurrentiel (où les rentes

revenant aux salariés actuels sont plus faibles). En premier lieu, les dirigeants ont le droit de refuser ou de moduler les revendications des salariés et, pour la plupart d'entre eux, il leur est plus facile d'octroyer aux salariés une part du rectangle, pour autant que cette part reviendrait autrement aux actionnaires (et pas aux dirigeants eux-mêmes). Le conflit est coûteux, à tous égards, notamment sur le plan psychologique, et le compromis peut être difficile. Les dirigeants sont l'objet de pressions continues de leurs collaborateurs de façon à obtenir de meilleures conditions de travail, une meilleure rémunération, et la sécurité de l'emploi. Pourquoi devraient-ils favoriser les intérêts financiers d'actionnaires absents ou anonymes au détriment des collaborateurs avec qui ils travaillent quotidiennement ? Si quelqu'un d'autre (c'est-à-dire les actionnaires) paie, les dirigeants peuvent très bien utiliser ce qui reviendrait autrement aux actionnaires pour résoudre un conflit, achetant ainsi la paix sur le plan social⁹.

Les objectifs de la main-d'œuvre ne s'opposent pas le plus souvent à ceux des dirigeants mais sont partagés par nombre d'entre eux comme, par exemple, le surinvestissement, des conditions de travail plus favorables, des horaires plus réduits, etc. Par conséquent, les dirigeants et les salariés sont souvent complices pour trouver des moyens de s'approprier une partie du rectangle de monopole (certains monopoles sont davantage susceptibles d'induire des coûts d'agence. Les industries lourdes avec des immobilisations corporelles de longue durée de vie et une utilisation importante du facteur travail présentent davantage de risques de coûts d'agence élevés que, par exemple, les monopoles fondés sur les hautes technologies avec un capital à forte rotation, une durée de vie anticipée brève, et une main-d'œuvre différente).

⁹ Voir Salinger (1984, p. 166) qui présente des données selon lesquelles les syndicats s'approprient les rentes de monopole existant aux États-Unis ; cf. Ruback et Zimmerman (1984) qui montrent par une étude d'événements que les effets non anticipés des négociations collectives ont un effet dépressif sur le cours des actions aux États-Unis.

2.1.6. Niveau des coûts d'agence et gouvernance des entreprises

Considérons à présent les premières conséquences du monopole pour la gouvernance des entreprises : davantage de monopole entraîne des coûts d'agence plus élevés pour les actionnaires, car il y a davantage à s'appropriier (par les employés et, dans une certaine mesure, par les dirigeants). La latitude managériale est supérieure et moins aisément contrôlée (ce qui implique un enjeu plus facilement « perdu » par les dirigeants même lorsqu'ils n'ont pas ou ne peuvent pas avoir un comportement de recherche de rentes), et les autres mécanismes de marché permettant de réduire les coûts d'agence, tels que le marché financier et le marché des biens, ont une efficacité plus faible¹⁰.

Un moyen très efficace de réduire les coûts d'agence managériaux est que les actionnaires agissent groupés, en manifestant leur cohésion. Le détenteur du bloc de contrôle peut contrôler directement les dirigeants, est plus incité à le faire (parce qu'il détient une part importante des actions), dispose de plus grands moyens (parce que les dirigeants prêteront plus d'attention à un actionnaire important qu'à un petit), et peut obtenir une meilleure information comparativement à des actionnaires dispersés (exerçant de ce fait une surveillance potentiellement plus efficace). Toutes choses égales par ailleurs, la présence de blocs de contrôle devrait être d'autant plus fréquente que l'industrie est monopolistique (ou oligopolistique) ; la situation américaine corrobore cette conclusion¹¹.

¹⁰ Les firmes américaines situées sur des marchés faiblement concurrentiels ont des coûts d'agence plus élevés. Voir Becker (1957, p. 31-42) selon lequel les dirigeants des entreprises situées dans des industries de monopole satisfont plus facilement leurs préférences que ceux des firmes situées dans des secteurs concurrentiels) ; Edwards (1977) ; Hannan et Mavinga (1980) qui prétendent que les charges administratives et les effectifs s'accroissent d'autant plus que les banques sont situées sur des marchés concentrés ; Alchian et Kessel (1962, p. 159, 161) (mêmes conclusions) ; voir les sources citées supra note 5.

¹¹ Aux États-Unis, les firmes à pouvoir de marché élevé, contrôlées par les dirigeants, n'ont pas une rentabilité plus élevée que les firmes non monopolistiques. Mais les firmes contrôlées par des actionnaires importants génèrent des profits supérieurs à la moyenne lorsque les firmes ont un pouvoir de marché élevé, voir Palmer (1973, p. 298). Les marchés de biens et une propriété concentrée sont des facteurs contraignants importants, mais leur efficacité reste imparfaite. Quand le pouvoir de marché est élevé et la concentration de la propriété faible, ces contraintes imparfaites jouent encore moins.

Autrement dit, le propriétaire-fondateur est incité à optimiser la gouvernance du point de vue des actionnaires car, lorsqu'il prend la décision de se faire coter, il internalise ce que les dirigeants perdront en coûts d'agence par la suite. Les marchés financiers s'ils sont rationnels ne paieront pas le propriétaire pour des profits de monopole qui seraient perdus pour les actionnaires. Si le propriétaire-fondateur ne peut mettre en place une structure permettant de pérenniser ces profits, il les perdra lorsqu'il fera coter la firme. Cette perte potentielle incite le propriétaire-fondateur à maintenir une propriété concentrée, car c'est souvent la meilleure, sinon l'unique, façon de prolonger l'existence de ces profits de monopole¹². Ou le propriétaire-fondateur conserve le bloc de contrôle lui-même, ou il le vend en l'état à un nouvel actionnaire de contrôle. La propriété reste ainsi associée au contrôle.

2.2. *Approfondissement de l'analyse*

2.2.1. *Les marchés de biens ne permettent pas de contrôler parfaitement les coûts d'agence*

Le présent argument ne revient pas à dire que la concurrence contraint *parfaitement* les dirigeants à diriger la firme pour le seul intérêt des actionnaires ou qu'il n'y a plus de contrôle parfait dès que la concurrence sur le marché des biens se réduit. Même sur des marchés concurrentiels, si la firme fait des investissements importants – sous forme d'usine, de marques commerciales ou de fonds de commerce – les dirigeants peuvent gérer de façon à détruire la valeur de ces investissements irréversibles sans que le marché des biens puisse leur infliger immédiatement une pénalité substantielle.

Voir id. «*manager-controlled banks operating in noncompetitive markets ? spend more on items likely to be preferred by managers than do owner-controlled banks in the same situation* ». Voir Hannan et Mavinga, supra note 10 (p. 671).

Le monopole a pu induire une propriété concentrée par une autre voie. Le dirigeant ou l'actionnaire qui distribue la valeur aux autres partenaires de la firme y gagne un sentiment personnel de générosité, ou a plaisir à travailler dans un environnement agréable. Le propriétaire peut conserver le contrôle, non pas pour réduire les coûts monétaires, mais pour pouvoir s'approprier ces avantages non pécuniaires de nature sociale, cf. Demsetz et Lehn (1985).

¹² Il existe une exception liée au monopole mentionnée ci-dessous en section 4.3.

Mais la concurrence sur le marché des biens affecte les dirigeants et sa réduction assouplit les contraintes qui pèsent sur eux. La plupart des dirigeants détestent voir leurs concurrents conquérir des parts de marché. Les profits d'un concurrent faible seront en baisse, et puis d'autres mécanismes de gouvernance tels que le conseil d'administration, les systèmes d'incitation ou les actions entreprises par les actionnaires commenceront à produire leurs effets.

La concurrence sur le marché des biens ne contraint pas parfaitement des dirigeants à travailler dans l'intérêt des actionnaires, mais son absence les contraint encore moins, permettant ainsi aux dirigeants d'avoir davantage de latitude.

2.2.2. Il y a moins d'OPA sauvages dans les situations oligopolistiques

Le monopole et l'oligopole réduisent les contraintes managériales et accroissent les coûts d'agence par une autre voie que la création d'un enjeu plus important pour les dirigeants et les salariés à la recherche de rentes. Ils interviennent indirectement, en rendant les OPA hostiles plus difficiles à mettre en oeuvre.

Si une firme est mal gérée du point de vue des actionnaires, selon la théorie, son cours baissera, et les investisseurs à la recherche de prises de contrôle ou une autre firme y verront l'opportunité d'acquérir les actions à un prix réduit, de mettre en place des dirigeants plus performants, et de profiter du redressement. Mais ce scénario est plus difficile à mettre en œuvre dans une industrie ou une nation, où la concurrence sur le marché de biens est faible. De fait, la rente est attrayante pour l'offreur, mais celui-ci doit parvenir à éliminer différents obstacles lorsque la cible appartient à un oligopole, obstacles qui sont absents quand la cible est située dans une industrie plus concurrentielle.

Les oligopoleurs maintiennent leur prix au-dessus du coût marginal en raison d'accords informels entre les membres de l'oligopole, accords qui n'ont aucun effet sur le plan juridique. S'il y a peu d'acteurs dans l'industrie, les principaux dirigeants se connaissent personnellement et se font confiance quant au respect des accords non contractuels de prix.

Ils évitent ainsi une guerre des prix qui réduirait les profits. Pour que de tels arrangements de contrôle des prix soient pérennes, les dirigeants de l'entreprise doivent faire confiance aux dirigeants des autres firmes de l'oligopole pour qu'ils respectent les accords et ne proposent pas secrètement des réductions de prix.

Cet aspect de l'industrie oligopolistique n'intéresse pas les investisseurs à la recherche de cibles. Un investisseur de ce type qui souhaite prendre le contrôle d'une firme située dans un oligopole (de façon à réduire la latitude managériale) doit cependant bien y réfléchir. Il peut réussir à réduire cette latitude, mais il risque ainsi de rompre les accords informels de prix entre les membres de l'oligopole. Il risque également de rompre les liens de confiance développés à l'intérieur du groupe, habituellement homogène, des dirigeants de l'industrie. En détruisant cette confiance, il détruit simultanément la valeur pour les actionnaires, c'est-à-dire l'intérêt même de la prise de contrôle pour ces derniers : si le coût pour les actionnaires pour réduire la latitude est la rupture des accords de prix, souvent difficiles à maintenir, la prise de contrôle peut devenir inintéressante pour les actionnaires¹³. Par ailleurs ; le type de personnalité caractérisant le plus souvent les auteurs de prises de contrôle est souvent peu adapté à l'établissement des liens de confiance nécessaires pour que s'établisse un climat de concurrence atténuée, climat indispensable pour que les membres de l'oligopole maximisent leurs profits.

De manière similaire, les firmes monopolistiques peuvent être des cibles peu intéressantes pour les investisseurs à la recherche d'offres publiques en vue de réduire les coûts d'agence. Si le dirigeant a conclu des accords avec les différents facteurs de production de la firme – c'est-à-dire, s'il entretient de bonnes relations avec les salariés – une offre hostile peut entraîner des inconvénients pour les actionnaires qui l'entreprendraient. L'offreur risque de rompre le compromis établi avec les salariés ; l'offre peut réduire la latitude managériale, mais elle peut conduire à des pertes supérieures au gain associé à cette réduction, en détruisant les relations de confiance établies avec les salariés.

¹³ Cf Roe (1996, p. 111-113).

Bien qu'habituellement les acteurs en sachent assez pour ne pas prendre de tels risques, il y a des exemples d'offres publiques, visant à contraindre la firme dans une industrie faiblement concurrentielle, qui ont eu pour effet non pas celui visé mais de rompre les relations de confiance avec les salariés et de détruire de la valeur pour les actionnaires. L'offre publique entreprise par Frank Lorenzo sur Eastern Airlines, et la mort de cette firme en raison de la dégradation des relations salariales sont conformes à ce schéma¹⁴.

Mais quand les industries oligopolistiques deviennent plus concurrentielles, les opportunités de prises de contrôle sont plus fréquentes. Les accords existants entre les dirigeants et les salariés sur la façon de se répartir le gâteau (en fait la façon de diviser le « rectangle ») ne peuvent pas survivre lorsque la concurrence est forte si les accords réduisent la productivité. Les actionnaires ont moins à perdre dans de telles firmes en rompant les accords d'oligopole entre firmes, car la viabilité de ces accords se réduit lorsque la concurrence s'accroît. Quant aux accords internes aux firmes entre les dirigeants et les salariés, ils peuvent devenir une charge et non un gain pour les actionnaires et quand la concurrence s'accroît. Les actionnaires souhaitent alors y mettre une fin le plus rapidement possible. Les institutions et le *modus vivendi* qui ont été rendus possibles grâce à la réserve de flexibilité liée au « rectangle » du monopoleur prennent davantage d'importance et confrontent souvent aux actionnaires un champ important pour réduire les coûts d'agence. L'histoire aux États-Unis des prises de contrôle qui s'accroissent avec le caractère concurrentiel des industries (comme par exemple les compagnies aériennes) confirme cette vision.

2.2.3. *La concentration de la propriété comme moyen d'accompagner les stratégies d'engagement*

¹⁴ Il faut souligner, cependant, qu'Eastern avait des relations sociales tendues avant l'offre de Lorenzo. Le risque de destruction de la confiance entre les dirigeants et les salariés est l'inverse du phénomène bien connu de « rupture des liens de confiance » associé aux prises de contrôle : certaines prises de contrôle ont été conçues pour rompre ces liens entre les dirigeants en place et les salariés, car les conditions de marché avaient changé et les actionnaires n'avaient plus autant besoin de la loyauté des salariés qu'auparavant.

La réduction de la concurrence peut influencer la structure de la propriété par une autre voie. Lorsque la concurrence sur le marché des biens est faible, les relations de production verticales sont plus difficiles à gérer, car un plus petit nombre de fournisseurs dispose de moins de possibilités de débouchés. Si des investissements spécifiques doivent être réalisés sans possibilité d'usage alternatif, le risque de *hold-up* qui existe lorsqu'une des parties est vulnérable s'accroît. La partie vulnérable ne peut se tourner vers un autre fournisseur (ou un autre client) parce que le nombre plus faible d'alternatives fait que ce n'est pas toujours possible (alors que sur un marché plus concurrentiel un autre fournisseur serait disponible).

Une propriété diffuse est moins efficace dans une telle situation. Des accords informels sont nécessaires lorsque les relations verticales sont importantes, mais si les propriétaires changent constamment, les relations deviennent instables et incertaines. En revanche, un propriétaire détenant une part importante du capital (en particulier si la propriété est personnelle ou familiale), qui met en jeu sa réputation et encourt un risque d'illiquidité, prendra des engagements plus crédibles que ceux pris par des dirigeants en situation précaire ou des actionnaires anonymes (s'il n'est pas possible d'avoir un actionnaire dominant, la firme sera davantage incitée à intégrer verticalement les différentes étapes du processus de production en les réunissant sous une même propriété). De même, certains marchés impliquent que les engagements pris par les propriétaires envers les dirigeants et les salariés soient forts et crédibles.

Nous pouvons ainsi proposer une nouvelle explication de la concentration de la propriété. Des marchés de titres de propriété trop liquides ne peuvent permettre de prendre ces engagements (qu'ils soient de nature productive comme ceux qui viennent d'être mentionnés ou qu'ils concernent, de façon analogue, les accords de prix comme dans les sections précédentes). En outre, quand les propriétaires ne peuvent pas accumuler ou conserver suffisamment de capital pour contrôler la firme en fonction du seul pourcentage de capital détenu, ils cherchent à utiliser d'autres dispositifs, tels que les actions sans droits de vote pour les actionnaires externes, ou des systèmes de *holdings* pyramidaux (par lesquels l'actionnaire contrôleur détient la majorité d'une société, qui dé-

tient elle-même la majorité d'une autre et ainsi de suite, jusqu'à ce que le propriétaire détiennent finalement le contrôle à 51 % de la société d'exploitation en ne possédant que 10 % de l'ensemble du capital). Quand les engagements ont de la valeur, ces structures de propriété sont censées être plus fréquentes.

3. Les conséquences en matière de politique

Si une nation a beaucoup d'entreprises bénéficiant de rentes de monopole, alors il devrait s'ensuivre deux conséquences majeures en matière de gouvernance : en premier lieu, les coûts d'agence potentiels pour les actionnaires y seront plus élevés qu'ailleurs et les propriétaires essaieront de les réduire pour éviter de supporter ces coûts plus élevés. En second lieu, l'activité produira davantage de rentes que les acteurs pourront se partager et davantage de valeur que les dirigeants pourront détruire au détriment des actionnaires. On peut supposer que ces conséquences en matière de gouvernance s'accompagneront de conséquences politiques.

3.1. Les conséquences primaires

3.1.1. Des coûts d'agence plus élevés

Si les coûts d'agence sont potentiellement plus élevés à l'intérieur de la firme, les actionnaires devraient avoir des exigences plus élevées vis-à-vis des pouvoirs publics pour qu'ils fournissent des institutions permettant de réduire ces coûts. Celles-ci peuvent inclure les réglementations en matière de droit des sociétés, de droit pénal des affaires, la possibilité de mettre en place des systèmes de rémunération incitative *via* une fiscalité favorable, des normes favorables aux actionnaires, et ainsi de suite.

Mais si la demande émanant des actionnaires pour ce type d'institutions est élevée, la résistance ou au moins l'indifférence des autres acteurs, qui habituellement disposent d'un pouvoir électoral supé-

rieur, sera importante¹⁵. Dans ce cas, les acteurs politiques tournés vers l'intérêt public peuvent considérer que la mise en place d'institutions favorables aux actionnaires pourrait être préjudiciable aux intérêts de la nation, lorsque le marché des produits n'est pas concurrentiel. De fait, il leur sera facile de voir que l'augmentation de la richesse des actionnaires se fait par un transfert des consommateurs à la firme. Et les acteurs politiques s'apercevront, le plus souvent, qu'ils peuvent recueillir davantage de votes en intervenant en faveur des salariés des firmes monopolistiques plutôt qu'en faveur de leurs actionnaires. Des partis politiques peuvent s'organiser autour de cet argument. Les idéologies en faveur de l'équité et de la justice sociale sont ainsi facilement à même de se développer¹⁶.

Par conséquent, si l'offre publique d'institutions favorables aux intérêts des actionnaires est faible, la firme cherchera davantage à les attirer par la voie privée, ce qui impliquera un actionnariat plus concentré, un contrôle familial pérenne qui s'étendra sur plusieurs générations, et une structure de financement mieux à même de réduire les coûts d'agence.

3.1.2. *Des rentes plus élevées à se partager pour les acteurs*

La réussite de la politique se juge à sa capacité à résoudre les conflits. Le « rectangle » du monopoleur est une source de conflits, car les différentes parties prenantes, – actionnaires, dirigeants et salariés – cherchent à s'approprier une partie de la rente. Ce potentiel plus élevé de conflit à l'intérieur de la firme devrait, si de telles firmes dominent

¹⁵ Cette tension peut être illustrée par l'exemple des rémunérations incitatives en France : les milieux d'affaires demandent une fiscalité favorable pour aligner les intérêts des actionnaires sur ceux des dirigeants ; les hommes politiques socialistes s'opposent aux aménagements légaux nécessaires, voir Roe (2000). S'il est difficile de mettre en place un système de *stock options*, un actionnaire dominant peut recourir à un système de bonus qui sera moins efficace pour des raisons de suivi si l'actionnariat est dispersé.

¹⁶ Les consommateurs, vraisemblablement mal organisés politiquement ou éprouvant peu de sympathie pour les intérêts des actionnaires, peuvent finir par perdre davantage. Mais même les consommateurs peuvent être indifférents de façon rationnelle si a) le monopole est inévitable (parce que, par exemple, l'économie est trop petite pour être concurrentielle), et b) la seule question politique est de savoir si ce sont les propriétaires de la firme ou ses salariés qui obtiennent la majeure partie des profits de monopole.

l'économie, accroître la demande d'institutions politiques permettant de résoudre ce conflit.

La sociale démocratie est un des régimes permettant de résoudre ce conflit, en créant un sentiment d'appartenance à une communauté et en contraignant la firme à produire davantage d'égalité et à accorder plus de pouvoir aux salariés au sein des instances décisionnelles de la firme ; les salariés sentent qu'ils ont plus de contrôle sur leur situation dans leur lieu de travail. Le corporatisme constitue une autre façon de résoudre ce conflit ; des associations centralisées d'employeurs et de salariés se réunissent avec les représentants du gouvernement pour négocier les salaires, les niveaux d'emploi et la politique monétaire. Par ce système, les associations corporatistes se répartissent les rectangles de monopole ou d'oligopole¹⁷. Les partis sociaux démocrates représentent le bras politiques des travailleurs pour s'approprier une part équitable de la rente de la firme monopolistique. De fait, le pouvoir de marché apparaît corrélé, bien que faiblement, à la présence d'un régime légal favorable à la protection des salariés¹⁸.

Les propriétaires ont des raisons d'investir en politique de façon à s'approprier les profits de monopole. Dans certaines démocraties, on peut s'attendre à ce qu'ils soient perdants le plus souvent, car les autres acteurs (les salariés, les syndicats, les autres acteurs non impliqués) disposent de plus de voix, ce qui incite les hommes politiques à privilégier la recherche de leurs voix comparativement à celles des propriétaires. Les propriétaires dans un régime non démocratique ou dans une démocratie faible peuvent gagner plus souvent et ont des raisons de s'opposer à davantage de démocratie. On pourrait étudier si ce facteur – la protection des rentes – permet d'expliquer pourquoi certains pays d'Amérique latine ou d'Asie se sont longtemps opposés à la démocratisation par la mise en place de régimes autoritaires conservateurs.

¹⁷ Par exemple, Goldthorpe (1984, p. 39) pour une description du corporatisme.

¹⁸ Nous avons effectué une corrélation statistique entre l'indice de protection de la main d'œuvre de l'OCDE, indiqué dans le tableau 1, avec l'indice de profitabilité figurant dans le tableau 3, en annexe. Les deux sont corrélés, mais faiblement.

3.2. Inversement : quelles sont les conséquences quand la concurrence sur le marché des produits est forte et le pouvoir de monopole faible ?

Nous pouvons inverser le scénario du monopole pour mieux le comprendre. Supposons une autre nation B identique à tous égards aux nations de type A analysées en section 3.1., sauf que les principales firmes de la nation B ne sont pas monopolistiques. Tentons d'évaluer les conséquences internes aux firmes du niveau de concurrence et d'identifier les raisons pour lesquelles la demande d'une démocratie sociale ou d'une politique corporatiste devrait être plus faible pour B que pour les nations de type A.

La concurrence au sein de la nation B rend les rentes des firmes de cette nation inférieures à celles des firmes des nations A. Il n'y a plus de rectangles de monopole (ou ceux-ci sont plus réduits). Si les rectangles disparaissent ou se réduisent, les coûts d'agence managériaux internes à la firme sont plus faibles dans la nation B que dans les nations A. Les actionnaires peuvent réduire le rôle des institutions de contrôle des coûts d'agence les plus coûteuses, qui peuvent prendre la forme d'une propriété concentrée ou d'une surveillance stricte des dirigeants. Ils peuvent restreindre un peu la latitude des dirigeants (parce que l'absence de rectangle de monopole est déjà à l'origine d'une forte diminution de la latitude des dirigeants) en réduisant la taille de leurs blocs de contrôle, de façon à conserver les gains liés à une plus forte liquidité et à une diversification plus prononcée.

Les rentes de monopole pour lesquelles luttent les actionnaires, les salariés, les dirigeants et les clients/consommateurs dans la sphère politique sont plus faibles dans la nation B concurrentielle. Les manifestations privées de cette lutte – les syndicats et la propriété concentrée – devraient être moins fréquentes. Les aménagements du droit des sociétés – l'opposition aux institutions favorables aux actionnaires émanant des non-actionnaires – devraient être plus rares car l'enjeu, associé au rectangle de monopole plus réduit ou absent, pour les non-actionnaires est soit faible, soit nul. Les manifestations politiques de cette lutte devraient également être moins prononcées. Par conséquent, les partis sociaux démocrates (en tant que représentants des intérêts des salariés vi-

sant à s'approprier une part équitable de la rente) devraient, toutes autres choses égales par ailleurs, être plus faibles dans la nation B que dans les nations A.

3.3. *Les conséquences pour le droit du travail et la concentration de la propriété*

3.3.1. *Un droit du travail adapté à une concentration forte de la propriété*

Il est possible d'aller plus loin dans les prédictions. Une concentration forte de la propriété devrait émerger dans une nation, si ses lois et ses institutions politiques sont particulièrement favorables aux salariés (en fait, si elles sont plus favorables aux salariés en place, parce que les lois issues du pouvoir des salariés ne sont pas toujours favorables aux salariés à la recherche d'un emploi). Dans le tableau 1, nous avons rapporté l'indice de protection de l'emploi publié par l'OCDE à une mesure standard de la concentration de propriété dans les nations les plus riches¹⁹. Le tableau 2 indique une forte corrélation entre les deux indices. La figure 3 représente ce résultat. De même, une nation dont les firmes ont un pouvoir de marché important devrait disposer d'un droit du travail plus protecteur ; car la présence de rectangles de monopole permet de rémunérer cette protection de la main-d'œuvre, et les actionnaires ont intérêt à maintenir la paix sociale, s'ils veulent s'approprier leur part des profits de monopole²⁰.

¹⁹ L'indice de protection de l'emploi porte sur les années 1985-1993 et provient de l'OCDE (1994, p. 74) ; celui de la concentration de la propriété est issu de La Porta et al. (1999, p. 474-480).

²⁰ Pour obtenir cette relation, nous avons régressé l'indice de la protection d'emploi sur l'indice de profitabilité. Bien que le signe soit conforme aux anticipations – une profitabilité plus élevée est corrélée à une protection de l'emploi plus élevée – la corrélation n'est pas statistiquement significative.

Tableau 1 – *Concentration de la propriété et protection légale de la main-d'œuvre*

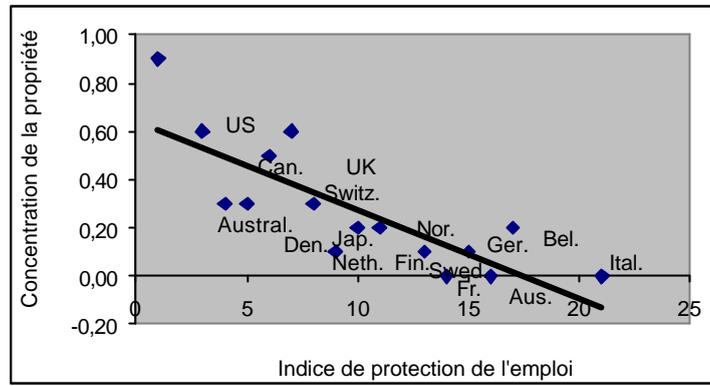
Nation	Indice de protection de l'emploi (1=le plus faible)	Pourcentage de firmes cotées de taille moyenne sans actionnaire détenant au moins 20 % du capital
États-Unis	1	0,9
Canada	3	0,6
Australie	4	0,3
Danemark	5	0,3
Suisse	6	0,5
Royaume Uni	7	0,6
Japon	8	0,3
Hollande	9	0,1
Finlande	10	0,2
Norvège	11	0,2
Suède	13	0,1
France	14	0
Allemagne	15	0,1
Autriche	16	0
Belgique	17	0,2
Italie	21	0

Tableau 2 – *Résultats de la régression : protection légale de la main-d'œuvre sur concentration de la propriété*

	Coefficients de régression (t)	R-carré
Protection sur concentration	-,03 (-5,23 *)	0,66

* Significatif au niveau de 0,0005

Figure 3 – *L'indice de protection de l'emploi comme prédicteur de la concentration de la propriété*



3.3.2. *Le point de vue de la justice sociale*

Nous avons évité d'aborder les questions normatives liées à la situation de monopole, en supposant jusqu'à présent que le monopoleur pouvait être pauvre et les consommateurs riches. Mais c'est une situation peu vraisemblable : les propriétaires de monopole sont habituellement plus riches que les consommateurs. Et leur richesse comparative rend l'idéologie hostile aux actionnaires plus légitime aux yeux des acteurs politiques qui ne cherchent pas à s'approprier une part du rectangle. Si la question de la répartition peut être résolue à un faible coût (ce qui n'est pas toujours une tâche facile), le prix correspondant à l'efficacité permettant de distribuer une part importante du rectangle aux salariés sera faible, voire nul.

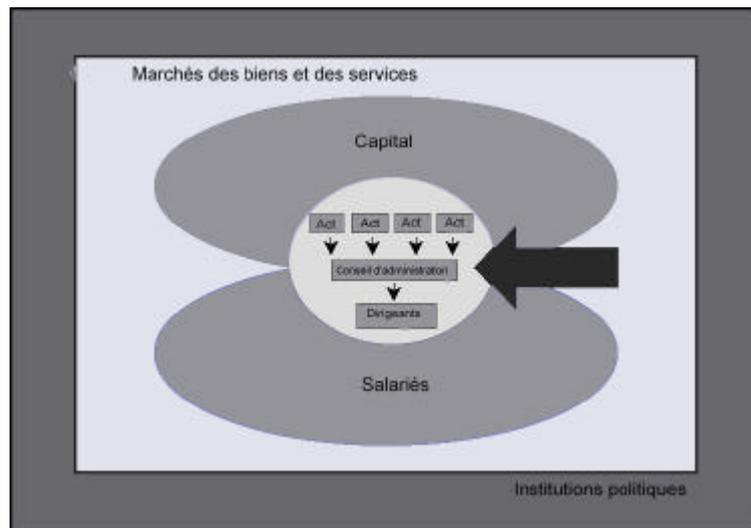
La concentration de la propriété ou les autres réactions internes aux firmes nécessaires à la compensation de l'accroissement des coûts d'agence managériaux apparaîtront quelle que soit l'origine des coûts d'agence : une latitude managériale plus élevée ou des exigences supérieures émanant des salariés. Mais une fois que la concentration sera élevée et que les monopoleurs seront identifiables, une répartition injuste ne manquera pas de susciter des phénomènes de jalousie. Les idéologies favorables à une redistribution et à un contrôle étatique auront plus de chance de s'imposer que celles qui sont présentes dans les économies plus concurrentielles. La valeur pourra être redistribuée aux dépens des propriétaires du monopole et au profit des salariés ainsi qu'à la population en général sans que cela pénalise fortement la performance économique (pour autant que les prélèvements eux-mêmes, et les décisions visant à fixer les modes de redistribution auront des coûts de transaction faibles et n'affecteront que les profits de monopole et non les profits d'origine concurrentielle).

3.4. *La direction de la causalité*

Nous avons présenté les marchés des biens comme facteur déterminant, en supposant que des marchés des biens non concurrentiels provoquent une hausse des coûts d'agence, ces deux hypothèses entraînant une concentration de la propriété et, nous le supposons, jouant en

faveur des partis favorables aux travailleurs dans les démocraties occidentales. Ce schéma de causalité et ses effets sur l'environnement en matière de gouvernance sont illustrés dans la figure 4.

Figure 4 – L'environnement en matière de gouvernance



La causalité cependant ne se fait pas nécessairement dans ce sens, à partir d'une concurrence faible. Si le régime politique est fortement social démocrate et est très en faveur des salariés en place, il est possible que les entrepreneurs ne puissent pas pénétrer suffisamment les secteurs pour que les profits soient pleinement concurrentiels s'ils savent qu'un des *inputs* clés, la main-d'œuvre, devra être payé en conséquence. Le régime politique a pu s'imposer en premier par une autre voie : des acteurs bien placés ont pu s'emparer des leviers de l'État pour s'octroyer un monopole, et ce dernier a pu induire une structure de propriété concentrée et, en réaction à cette concentration de la richesse, une politique sociale démocrate. Ou encore, les gouvernements sociaux démocrates ont pu faciliter, ou au moins tolérer, des monopoles en ne les faisant pas éclater, tant qu'une partie de leurs profits – c'est-à-dire

une part du rectangle – allait aux électeurs favorables à la sociale démocratie²¹.

Ainsi, alors que dans certaines nations, à certaines périodes clés, c'est la situation du marché des biens qui a évolué en premier, tel n'a pas toujours été le cas pour l'ensemble des nations. Un ajustement mineur de la thèse de cet article serait de distinguer deux grands ensembles dans les démocraties occidentales : 1) celles ayant des marchés des biens concurrentiels, une propriété dispersée et des règles peu favorables aux salariés ; et 2) celles dont les marchés des biens sont concentrés, avec une propriété concentrée et des règles favorables aux salariés en place²².

3.5. Les conséquences politiques lorsque la mondialisation et la concurrence internationale s'accroissent

La dimension réduite d'une petite nation, technologiquement développée, devrait induire une industrie plus concentrée. Si l'industrie est concentrée dans cette nation, les rentes de monopole devraient être plus élevées. Ces rentes impliquent elles-mêmes des décisions à la fois politiques et entrepreneuriales, sur la façon de les répartir. À première vue, elles reviennent aux propriétaires, mais ces derniers ne sont pas toujours à même de se les approprier. Les acteurs veulent être représentés lorsque les décisions politiques relatives à cette répartition sont prises. Selon l'idéologie sociale démocrate, les rentes appartiennent prioritairement aux salariés.

Par conséquent, on s'attend à ce qu'il y ait moins de sociale démocratie dans les principaux pays développés, à régime démocratique et

²¹ Le ministère japonais du commerce international et de l'industrie a limité l'entrée dans les industries clés, de façon à protéger les oligopoles qui garantissaient un emploi à vie à leurs salariés (Hiwatari 1999, p. 290).

²² Une autre limite : nous ne cherchons pas ici à expliquer l'ensemble des liens pour toutes les époques, mais seulement à présenter un modèle plausible pour les nations les plus riches actuellement. Par exemple, beaucoup de pays en voie de développement ont un régime politique conservateur, des marchés des biens peu concurrentiels et une propriété concentrée. Cette situation mérite deux commentaires : premièrement, ce schéma « incohérent » selon la théorie peut expliquer en partie la tension politique au sein de ces nations. Deuxièmement, lorsque de nombreuses firmes dans ces nations parviennent au

avancés sur le plan technologique. La mondialisation, en réduisant les rentes, modifie les enjeux internes à la firme. De ce fait, elle affaiblit les partis sociaux démocrates et la demande qui leur est adressée en matière de droit du travail et de droit des sociétés²³. Ainsi, ce n'est pas un hasard, alors que la pression de la mondialisation s'accroît, si le droit des sociétés en France a été aménagé à l'initiative de commissions plus ou moins officielles, sous la forme de rapports qui préconisent une orientation plus favorable aux actionnaires pour les firmes françaises²⁴. Quelque chose de semblable s'est produit aux États-Unis : la réglementation de certaines industries, comme l'industrie du transport routier, a conduit les syndicats des salariés à s'approprier une part de la rente de monopole. La dérégulation a annulé ces rentes et la capacité des syndicats à s'en approprier une partie au profit de leurs membres. Cet accroissement de la dérégulation a entraîné une baisse du nombre d'adhérents et du pouvoir des syndicats²⁵.

Nous n'avons fait qu'indiquer un lien de causalité pour expliquer la pression exercée sur les idéologies sociales démocrates en Europe et l'accroissement de la mondialisation et de la concurrence. Ainsi, le parti socialiste en France ne nationalise pas mais privatise. Un ancien communiste est devenu Premier ministre en Italie et maintient le caractère privé des marchés. Un Premier ministre allemand fulmine contre une offre publique hostile d'envergure, mais la laisse se dérouler, alors que ses prédécesseurs avaient bloqué d'autres offres du même type.

stade où il devient intéressant de se faire coter et ainsi d'avoir une propriété plus diffuse, on dispose d'un test de la théorie.

²³ Elle affaiblit la préférence des actionnaires pour une propriété concentrée. La concurrence accrue sur le marché des biens réduit le rectangle, de telle sorte que les dirigeants dont la latitude diminue cherchent à réduire la part de rente allant aux actionnaires. Et cette concurrence accrue contraint davantage les dirigeants que la situation de monopole. Par conséquent, la mondialisation devrait entraîner une réduction de la concentration de la propriété et favoriser la séparation entre direction et propriété. L'expérience canadienne est conforme à cette hypothèse (Morck 2000, p. 6).

²⁴ Voir le Conseil National du Patronat Français et l'Association Française des Entreprises Privées (1995) (le premier rapport Viénot); le mouvement des entreprises de France et l'Association Française des Entreprises Privées (1999) (le rapport Viénot II) gauche; le rapport Marini (1996) fait au Premier ministre, selon lequel l'objectif d'intérêt social du droit des sociétés français entraîne une perception biaisée des rapports de pouvoir.

²⁵ Voir Rose (1987, p. 1163).

Comme les sociétés nationales, situées sur des marchés précédemment monopolistiques, font face à une concurrence internationale croissante (parfois à l'intérieur de l'Union européenne et du Marché commun), les rectangles se réduisent, et l'enjeu de l'appropriation se réduit pour les acteurs internes – les dirigeants et les salariés – à la firme. La demande d'une intervention politique émanant des acteurs (c'est-à-dire les salariés et les propriétaires) diminue corrélativement, parce que l'enjeu est moindre, ce qui rend l'action politique moins rentable. Par conséquent, les partis sociaux démocratiques, toutes choses égales par ailleurs, devraient évoluer vers une position plus à droite, comme cela semble être le cas²⁶.

4. Les conséquences internes à la firme : 2ème partie

Cette analyse des rentes a des implications pour les théories traditionnelles de la structure de propriété des firmes.

²⁶ Cf. *The Federalist* n° 10 (James Madison), selon lequel l'adoption de la constitution fédérale devrait conduire à une diffusion du pouvoir politique des factions et ainsi laisser moins d'espace à la politique de recherche de rentes, argument qui est analogue à celui présenté ici, selon lequel l'accroissement de la concurrence mondiale réduit les rentes de monopole et, par suite, les incitations des factions politiques à entreprendre des actions pour se les approprier.

Jusqu'à présent, l'intégration européenne accroît la concurrence, ce qui réduit les rectangles de monopole et, donc, une des raisons d'être des politiques sociales démocrates. Mais, il est possible que cette situation soit transitoire et qu'au stade final, il n'y ait pas davantage de concurrence et moins de monopoles. Au fur et à mesure de l'intégration européenne, les firmes confinées auparavant à l'intérieur de leurs frontières nationales peuvent fusionner et, le moment venu, mettre en place un espace européen protégé de la concurrence qui se substituerait aux anciennes nations peu concurrentielles. Si un tel scénario se produit, alors le schéma d'ajustement proposé dans cet article – la sociale démocratie, le monopole et la concentration de la propriété – pourrait se reconstituer et remplacer le modèle d'ajustement émergent comportant un modèle politique centriste, une situation concurrentielle et des marchés financiers en développement. Le schéma de causalité peut s'écarter de celui présenté dans l'article qui va du monopole à la politique. Certains hommes politiques européens peuvent souhaiter davantage d'intégration européenne pour faciliter la mise en place d'une politique sociale démocrate en matière de main d'œuvre, qui ne pourrait être mise en œuvre par des nations isolées en présence de marchés concurrentiels. Voir *The Economist* (2000) selon lequel certains hommes politiques sont en faveur d'un programme social pour l'Europe, notamment sous la forme d'un plan quinquennal visant à moderniser et à renforcer la main d'œuvre.

4.1. Les conséquences en matière de concentration de la propriété

Une théorie actuellement très populaire est que la qualité de protection légale détermine en grande partie la séparation de la propriété et du contrôle. Si cette théorie semble très utile pour comprendre pourquoi il est difficile de maintenir cette séparation, par exemple en Russie, dans les économies en transition, et pour de nombreux pays en voie de développement, elle l'est beaucoup moins pour expliquer la faible séparation existant dans les nations démocratiques plus prospères, dont certaines disposent d'un cadre légal satisfaisant²⁷. La présentation des coûts d'agence que nous avons retenue dans cet article peut permettre de proposer une explication alternative. Le cadre légal peut être de qualité, mais si les coûts d'agence sont plus élevés avec la séparation, les propriétaires-fondateurs seront réticents à l'instaurer. En langage statistique, les conditions concurrentielles peuvent constituer une variable omise dans la littérature portant sur la qualité légale des différentes nations.

Afin de voir si le caractère monopolistique est corrélé avec la concentration de la propriété (nous proposons ainsi une explication alternative potentielle à la concentration de la propriété), nous avons retenu une mesure du pouvoir de marché dans les industries lourdes dans les nations les plus développées et nous l'avons rapportée au degré de concentration de la propriété dans ces mêmes nations.

Cette mise en relation ne constitue qu'un test très grossier ; elle est juste proposée comme mise à l'épreuve rapide de l'hypothèse à tester ; il ne s'agit pas d'une démonstration rigoureuse. Les industries lourdes ont été choisies car, en raison des investissements très importants auxquels elles conduisent, elles peuvent donner naissance à un pouvoir de marché important. Elles incluent : la sidérurgie, l'industrie des machines outils, l'automobile, et l'industrie pétrolière. Nous n'avons pas affiné l'indice brut²⁸. Le pouvoir de marché a été mesuré par l'importance de

²⁷ Voir Roe (2000).

²⁸ Nous n'avons pas perfectionné l'indice pour le pondérer par l'importance de l'industrie dans l'économie (un secteur industriel peut ne représenter qu'une faible part de l'économie).

la marge dans l'industrie : plus la marge est importante, plus le pouvoir de marché est jugé élevé comparativement à une industrie identique dans un autres pays. Nous avons mis en relation ce ratio de marge et une mesure de la concentration de la propriété issue de la littérature financière et consistant à retenir la proportion de firmes, parmi les vingt firmes dont la marge est supérieure à la marge moyenne de l'industrie, n'ayant pas un détenteur de bloc de contrôle possédant au moins 20 % du capital²⁹. Les données brutes sont présentées dans le tableau 3 en annexe, et les résultats de la régression (qui sont significatifs) dans le tableau 4. Ces données et ces résultats, bien que grossiers, conduisent à penser qu'il existe une relation entre le pouvoir de marché et la concentration de la propriété.

Nous avons également eu recours à une mesure du positionnement politique issue de la littérature en science politique, de façon à appréhender le caractère plus ou moins à gauche du parti au gouvernement. Le pouvoir de marché est également corrélé positivement, mais de façon moins élevée, avec le caractère «plus ou moins à gauche » de la nation. Selon notre théorie, des profits monopolistiques importants alimentent l'activité de répartition des politiques, dans la mesure où les électeurs n'aiment pas les profits et le pouvoir auxquels conduisent les monopoles et où l'existence de rectangles de monopole constitue un enjeu de redistribution pour les acteurs politiques, se faisant au détriment des actionnaires et au profit des électeurs et des salariés de la firme monopolistique.

Ces résultats ne constituent qu'un commencement de preuve en faveur de la relation de causalité supposée. Les données sont suggestives mais grossières. Dans un monde complexe, de nombreuses causes interviennent et il est vraisemblable que les institutions, l'histoire et la culture ainsi que de nombreux facteurs économiques influencent également la structure du système de gouvernance des firmes et la stratégie politique. Nous ne prétendons donc pas avoir cerner ici le lien de causa-

²⁹ Les données de marge sont issues de Martins *et al.* (1996, p. 96) et portent sur les années 1970-1992 ; les données concernant la concentration de la propriété proviennent de La Porta *et al.*, supra note 19.

lité le plus important entre la structure de gouvernance, le degré de concurrence et l'orientation politique³⁰.

Comme nous l'avons fait remarquer, d'autres facteurs peuvent expliquer la corrélation. Les nations les moins concurrentielles sont souvent des pays de droit civil et les pays les plus concurrentiels, des pays de droit coutumier. Il est possible que le système légal détermine la qualité du marché financier et la concentration de la propriété. Cette possibilité a déjà été suggérée³¹. Les nations les moins concurrentielles ont également été historiquement des sociales démocraties et les partis sociaux démocrates influencent le degré de séparation entre propriété et contrôle. Cette possibilité a également déjà été suggérée³².

Dans un autre article, cependant nous avons mis en évidence les limites du facteur légal comme facteur explicatif principal des variations de structures de propriété dans le monde occidental développé³³. Il est vraisemblable que le caractère plus ou moins social démocrate des partis politiques dominants constitue un facteur explicatif plus puissant que le facteur légal. Dans le présent article, nous proposons l'hypothèse – sans en apporter totalement la preuve – qu'il existe un lien entre le caractère plus ou moins social démocrate du régime politique et le caractère concurrentiel du marché des biens.

³⁰ Le test ne portant que sur 14 nations, il suffit de quelques nations pesant fortement dans un sens, pour biaiser les résultats. Ainsi, les États-Unis et la Grande-Bretagne peuvent constituer des éléments atypiques, compte tenu de leur degré concurrentiel élevé et de leur propriété diffuse. Cependant, même si on les écarte de l'échantillon, on conserve une relation significative : les statistiques *t* perdent cependant de leur significativité, mais le signe reste conforme à ce qui était prévu. On peut également choisir les plus grandes firmes de chaque nation pour mesurer la concentration de la propriété. Il s'agit d'un test moins précis car a) les principales firmes de chaque nation ne sont pas aussi importantes que la plus importante, par exemple, aux États-Unis et b) il est possible que, pour les plus grandes firmes quelle que soit la nation, il soit nécessaire de disposer de ressources financières excédant la capacité de financement d'une famille normale de propriétaires pour conserver le contrôle – autrement dit, si les besoins de financement du monopole sont suffisamment élevés, certaines firmes doivent s'introduire en bourse pour réunir les capitaux nécessaires, même si le prix à payer est un niveau plus élevé des coûts d'agence managériaux. À cette réserve près, il existe également une corrélation pour les plus grandes firmes a) qui est plus forte que pour les firmes moyennes, mais b) qui se réduit considérablement lorsque on exclut les États-Unis et la Grande-Bretagne de l'échantillon.

³¹ Voir La Porta *et al*, supra note 12.

³² Voir Roe, supra note 15.

³³ Voir Roe, supra note 27.

Quelques mots sur les données : les spécialistes de l'analyse anti-trust rappelleront que l'index de Hirschman-Herfindahl est une mesure standard de la concentration industrielle, utilisée par le ministère de la justice pour mesurer les effets anticoncurrentiels des fusions³⁴. Mais il n'existe pas de standardisation internationale du mode de calcul des indices HH pour les nations les plus développées³⁵. On peut préciser aussi, que l'indice de concentration industrielle – la mesure HH – est corrélé en général avec le niveau de la marge, mais qu'il y a des exceptions. Une industrie faiblement concentrée dans une nation donnée peut bénéficier d'une aide de l'État (telle que des barrières infranchissables pour la concurrence internationale) ce qui produit des profits de monopole élevés, alors qu'une industrie de même niveau de concentration dans une autre nation peut ne pas bénéficier d'un tel soutien (parce que la politique de commerce international est favorable au libre-échange) et, par suite, ne génère pas les mêmes profits de monopole.

La rentabilité de l'industrie pourrait constituer une mesure alternative, parce qu'il est vraisemblable qu'une industrie moins rentable est moins concurrentielle, mais elle souffrirait trop de certains problèmes : La comptabilité n'est pas normalisée entre les différentes nations. Et si les acteurs s'approprient une partie du profit (sous forme de *slack* ma-

³⁴ Voir les directives sur les fusions émises par le ministère de la justice des États-Unis (avril 1997).

³⁵ De même, un test plus convaincant mettrait en relation une mesure du pouvoir de marché, firme par firme, avec la concentration de la propriété spécifique à cette firme. Mais les données individuelles ne sont pas disponibles au niveau international. Une majeure partie de la structure est déterminée sur le plan national en réaction au degré concurrentiel national. Par conséquent, les différences au niveau de la firme pour une seule nation peuvent être peu sensibles. Si l'industrie est pour l'essentiel concurrentielle, une réglementation du travail faible et des structures diffuses de propriété prévalent pour toutes les firmes. De même, si une industrie est peu concurrentielle en général dans une nation, les règles pourraient induire une concentration de l'actionnariat et une législation favorable à la main-d'œuvre, y compris pour la composante concurrentielle de l'industrie. Dans la mesure où les effets de la structure industrielle se font sentir à l'intérieur des firmes, en raison des règles et des schémas nationaux, les différences au niveau individuel de la firme pourraient paraître peu sensibles.

Un autre test possible de la théorie considérerait les structures de propriété dans une seule nation. Dans les industries moins concurrentielles, on devrait observer plus d'exemples tels que celui de la famille du Pont contrôlant General Motors, la famille Ford, Ford Motor Company, et Bill Gates, Microsoft. Même si l'effet principal est national, le « signe » des résultats pour les firmes, en neutralisant l'effet taille, devrait être conforme à la théorie.

nagériale ou de salaires plus élevés), alors il se pourrait que les profits pour les actionnaires soient *potentiellement* élevés, mais aient été dissipés en raison des stratégies d'appropriation des autres acteurs. Les profits constatés par la comptabilité ne permettent pas de mettre en évidence ce phénomène de dissipation.

Les ratios de marge sous-évaluent le pouvoir de monopole. Si un *input* (tel que la main-d'œuvre ou le management) s'approprie une partie du profit de monopole, cette appropriation se traduira par un coût et une marge en diminution, bien que le profit de monopole (et la marge brute réelle) soit plus élevé, mais ce dernier aura été distribué aux acteurs internes à la firme. Comme ces *inputs* ne peuvent vraisemblablement ne s'approprier qu'une partie des profits de monopole potentiels, les nations à forte rentabilité auront probablement davantage de pouvoir de marché. En outre, les ratios de marge sous estiment le pouvoir de marché dans une de ses dimensions : une capacité importante à augmenter le prix mais avec une faible amplitude peut être plus intéressante qu'une marge élevée (autrement dit, le monopoleur peut augmenter le prix seulement légèrement, mais dans une industrie de grande taille. Le taux de marge ne fait que mesurer la hauteur du rectangle de monopole, non sa largeur). Un meilleur indice permettrait de mesurer la capacité d'une firme à générer des revenus même si une part de ces revenus ne revient pas aux actionnaires mais aux dirigeants et aux salariés, mais les données nécessaires ne sont pas disponibles (et ne le seront probablement jamais)³⁶.

Les données américaines disponibles ne permettent pas de tester l'ensemble de la théorie, mais il est possible de séparer les propositions de façon à faire apparaître deux syllogismes qui eux sont testables. L'argument ici est que si (a) il y a un monopole, alors (b) les coûts d'agence devraient être plus élevés que dans le cas contraire et (b') les exigences des salariés devraient être supérieures et (b'') une propriété concentrée émergera pour contrôler ces coûts d'agence. Les données montrent que là où il y a une concurrence faible, (a) les syndicats ont

³⁶ Voir Geroski (1988, p. 111-113).

capté historiquement une grande partie du profit de monopole, (b')³⁷ et les conventions collectives non anticipées ont réduit la valeur actionnariale³⁸ (si a, alors b, b'). La concentration industrielle (a) est corrélée avec l'accroissement des salaires (b')³⁹. Les sociétés à fort pouvoir de marché, contrôlées par le management, génèrent des profits du même ordre que les firmes non monopolistiques alors que les firmes similaires avec des actionnaires dominants puissants génèrent une rentabilité supérieure à la normale⁴⁰. Plus généralement, une concurrence faible induit des coûts d'agence plus élevés⁴¹, « *les banques contrôlées par leurs dirigeants qui opèrent sur des marchés non concurrentiels... ont moins de dépenses liées aux avantages des dirigeants que les banques contrôlées par leurs actionnaires situées sur les mêmes marchés non concurrentiels* »⁴² (autrement dit, si a, alors b).

Des données de meilleure qualité permettraient de mettre en relation, sur une base individuelle (firme par firme), la concentration de la propriété et le pouvoir de marché, de calculer les profits de monopole avant prise en compte de la part de la rente revenant aux salariés (et avant prise en compte des rentes revenant aux autres facteurs de production), d'offrir des informations à la fois nationales et internationales pour les nations démocratiques les plus développées, et de rapporter la structure de propriété au pouvoir de marché année par année. Mais les données actuelles ne sont pas suffisamment précises pour permettre ce type de test. Cependant nous prétendons disposer d'une hypothèse plausible et que les données grossières disponibles confirment la relation présumée : plus les industries lourdes d'une nation disposent d'un pouvoir de marché élevé, plus la concentration de la propriété dans ces industries est forte.

³⁷ Voir Freeman et Medoff, supra note 3, p. 52 ; Karier, supra note 3, p. 40-41 ; Salinger, supra note 9, p. 166.

³⁸ Ruback et Zimmerman, supra note 9.

³⁹ Kwoka, supra note 3, p. 153.

⁴⁰ Palmer, supra note 10, p. 298.

⁴¹ Edwards, supra note 10, p. 298.

⁴² Hannan et Mavinga, supra note 10, p. 671.

4.2. *Les conséquences en matière de bénéfices privés pour les théories du contrôle*

4.2.1. *La possibilité pour des chercheurs de rente d'acquérir le contrôle*

Une théorie a émergé ces dernières années pour expliquer les structures d'actionnariat au niveau mondial et a acquis une forte respectabilité. Cette théorie donne au droit des sociétés et à sa capacité (ou à son incapacité) à protéger les actionnaires minoritaires des abus des actionnaires dominants, un rôle central. Cette théorie est particulièrement intéressante pour les juristes (dans la mesure où elle leur donne le rôle principal) et les économistes financiers (qui l'apprécient dans la mesure où elle met en évidence les failles des systèmes légaux auxquelles il faut remédier en proposant des institutions économiques modernes adaptées). En outre, comme la loi est malléable, cette souplesse encourage les efforts de ceux qui cherchent à améliorer le cadre légal, en particulier les dimensions permettant de faciliter la croissance des pays en transition ou en voie de développement, un tel programme visant à l'enrichissement étant plus facile à concevoir.

La théorie en résumé s'énonce comme suit : une firme, lorsqu'elle étudie la décision de s'introduire en bourse, doit prendre en compte l'importance des bénéfices privés associés au contrôle. Ce bénéfice représente la valeur que les actionnaires contrôleurs peuvent s'approprier dans la gestion des contrats avec les tiers, sous forme de rémunérations excessives ou de meilleures conditions de travail, appropriation qui ne peut être empêchée par la loi. Quand ce bénéfice est suffisamment important, l'actionnaire contrôleur cherche à conserver le contrôle pour pouvoir continuer à se l'approprier. Ce même actionnaire ne peut pas vendre ces bénéfices aux actionnaires, si l'actionnariat est diffus ; il peut éventuellement vendre son bloc de contrôle dans son intégralité, mais il ne peut le faire qu'à un autre actionnaire dominant disposé à payer le prix pour pouvoir s'approprier ultérieurement les bénéfices privés. Si l'actionnaire contrôleur vendait à des actionnaires minoritaires, ces actionnaires refuseraient de payer la totalité de la valeur à l'actionnaire contrôleur, car ils craindraient qu'un acteur externe (un

« *raider* ») acquiert le contrôle et s'approprie lui-même ces bénéfices privés. Selon la théorie, l'actionnaire contrôleur risque d'être spolié s'il laisse la possibilité à des chercheurs de rentes d'acquérir le contrôle.

Les bénéfices privés évoqués par cette théorie du contrôle permettent d'expliquer des caractéristiques importantes des différents systèmes juridiques nationaux en matière de droit des sociétés⁴³. Dans les nations dotées de systèmes légaux particulièrement défectueux – par exemple, les économies en transition comme la Russie, le Kazakhstan et certains pays en voie de développement –, l'incapacité des investisseurs de faire exécuter même un simple contrat, et encore moins un contrat complexe comme le contrat de société, explique de nombreux aspects du comportement des sociétés. En revanche, la théorie est beaucoup moins pertinente pour les nations de l'Europe Occidentale dotées de systèmes juridiques évolués mais dont les industries sont faiblement concurrentielles.

4.2.2. *La non-importance relative des bénéfices privés lorsque le rectangle de monopole est important*

Considérons à présent une explication alternative de la propriété historiquement concentrée et du moindre développement relatif des marchés financiers en Europe occidentale. Si le rectangle du monopoleur est grand, "V", la valeur totale que la firme peut *potentiellement* rapporter aux actionnaires, est importante. « B_{cs} » la valeur moindre que l'actionnaire de contrôle peut extraire de V pour se l'approprier aux dépens des actionnaires minoritaires, est plus faible en importance relative. *Les actionnaires sont plus préoccupés que V, la valeur totale de la firme qui peut leur revenir (en tant que groupe), soit aussi grande que possible, et (relativement) moins de la possibilité que l'actionnaire contrôleur s'approprie une partie de B_{cs} aux dépens des minoritaires.* La perte potentielle associée à V a été historiquement plus importante pour les actionnaires, dans une grande partie du monde, que le prélevement opéré sur B_{cs} .

⁴³ Voir plus généralement, La Porta et al. (1998) ; Bebchuk (1999).

Autrement dit, si le rectangle est très important, les pressions effectuées sur ceux qui vont se l'approprier, et notamment sur les dirigeants qui cherchent à le conserver pour les actionnaires, font plus que compenser l'importance aux yeux des actionnaires de leur lutte interne pour s'approprier les bénéfices privés du contrôle. Dans un tel cadre, les théories portant sur le contrôle des bénéfices privés perdent de leur pouvoir explicatif. Les bénéfices privés revenant aux actionnaires de contrôle et la capacité de la loi sur les sociétés à les réduire peut rendre compte de la concentration de la propriété dans de nombreuses circonstances, mais pas lorsque les coûts d'agence managériaux au sein des firmes cotées à actionnariat diffus sont très élevés et réductibles par un actionnariat concentré⁴⁴.

4.2.3. La fin des monopoles nationaux

Il est raisonnable de penser que les bénéfices privés sur lesquels insiste la théorie du contrôle ont atteint leur maximum en théorie et en pratique en Europe⁴⁵. Lors des décennies antérieures, les rectangles de monopole ont représenté une valeur V en grande partie appropriable pour les actionnaires, les dirigeants et les salariés des firmes européennes. Les dirigeants ont pu facilement disposer d'une bonne partie de V

⁴⁴ De façon plus formelle : soit A_M les coûts d'agence managériaux supportés par les actionnaires qu'une propriété concentrée conduit à éviter. Soit C_{CS} les coûts pour l'actionnaire dominant de détention du bloc de contrôle et de surveillance (c'est-à-dire, les coûts liés à la perte de liquidité, à une diversification imparfaite, au surcroît d'énergie déployée et, peut-être, aux erreurs commises). Soit B_{CS} la part des bénéfices privés que le contrôleur peut s'approprier et que la loi peut permettre de contrôler. Si A_M est élevé (plus précisément, si $A_M > C_{CS}$) la propriété persistera sous forme concentrée si la loi permet de contrôler efficacement les bénéfices privés qu'un actionnaire contrôleur pourrait prélever sur la firme. Mais considérons A_M . Si A_M est de taille significative, alors les revenus pour l'actionnaire contrôleur s'il détient la moitié de la valeur V de la firme associée à la vente de ses actions sur le marché boursier à des petits porteurs seraient de $(V - A_M)/2$. La concentration persiste, si et seulement si, $V/2 + B_{CS} - C_{CS} > (V - A_M)/2$. En réarrangeant : la concentration persiste si les bénéfices nets associés au contrôle ($B_{CS} - C_{CS}$) sont supérieurs aux coûts de diffusion ($A_M/2$) : $B_{CS} - C_{CS} > A_M/2$. Ou, en réarrangeant à nouveau, quand $B_{CS} + A_M/2 > C_{CS}$. La théorie traditionnelle prévoit que le capital sera diffus si la différence $B_{CS} - C_{CS}$ est faible ou négative. Mais en considérant A_M , la diffusion ne surviendra pas, même si B_{CS} est nul. B_{CS} le montant des bénéfices privés pour l'actionnaire contrôleur n'intervient pas pour déterminer la diffusion, si A_M est très élevé. Il n'y a que lorsque A_M tend vers 0 que les bénéfices privés deviennent un déterminant critique (Roe, supra note 27).

aux dépens des actionnaires, en raison, a) de l'existence même de V et b) du fait qu'ils ont fait face à des contraintes plus faibles sur le marché des biens et sur le marché financier mais à des exigences plus fortes de la part des autres parties prenantes.

Dans un tel scénario, les bénéfices privés associés au contrôle pour les actionnaires contrôleurs *ont pu également être un enjeu tant pour les actionnaires dominants que pour les minoritaires, cependant cet enjeu était relativement moins déterminant que la valeur importante de la firme, objet des convoitises de l'État, des salariés et des actionnaires*. Quand l'intensité de la concurrence s'est renforcée sur les marchés, le niveau appropriable de la valeur de la firme *s'est réduit* et, de ce fait, l'enjeu des luttes entre actionnaires contrôleurs et actionnaires minoritaires a pris *relativement plus d'importance*. Et comme il prenait plus d'importance, il s'en est suivi un courant de recherches, tant empiriques que théoriques.

Jusqu'à présent en Europe, il semble que la variabilité associée à la valeur pour les actionnaires, en présence d'un actionnariat diffus, ait dominé celle du niveau des bénéfices privés du contrôle. Si, aujourd'hui, il y a moins de négociations liées au monopole pour s'approprier la valeur correspondant au rectangle de monopole, et par conséquent moins de risque pour les actionnaires que les dirigeants gaspillent cette valeur, car l'accroissement de la concurrence réduit les possibilités de recherche de rentes au fur et à mesure que la taille des rectangles se réduit en Europe, il en résulte que nous devons davantage porter notre attention sur les conflits potentiels entre catégories d'actionnaires⁴⁶. Comme les monopoles se réduisaient, les questions techniques, telles que le contrôle

⁴⁵ Voir plus généralement Becht et Röell (1998).

⁴⁶ Une situation analogue s'est produite aux États-Unis : les institutions orientées vers la recherche de la maximisation de la valeur actionnariale, telles que les prises de contrôle hostiles et les rémunérations incitatives, ont été au premier rang au début des années 80. C'est alors que la concurrence aux États-Unis, déjà relativement forte et plus intense que dans les autres économies nationales, s'est renforcée dans la mesure où les producteurs étrangers avaient comblé leur retard sur les plus grandes firmes américaines et offraient des produits concurrentiels au cœur même des États-Unis. Cet accroissement de la concurrence a réduit les marges de manœuvre au sein de rectangles de taille déjà restreinte et qui se sont encore réduits. Les questions de gouvernance des entreprises, en conséquence ont pris plus d'importance ou, à tout le moins, sont devenues plus visibles qu'auparavant.

des bénéfiques privés pour les actionnaires, ont pris plus d'importance. La réduction des monopoles et le renforcement de la concurrence ont conduit à ce que les facteurs juridiques et ceux associés au contrôle des bénéfiques privés jouent un rôle plus déterminant. Au fur et à mesure que les échanges se sont libéralisés et que les monopoles se sont réduits, les institutions favorables aux intérêts des actionnaires ont pris davantage d'importance ainsi que les pressions visant à les renforcer⁴⁷.

⁴⁷ Cet accroissement des pressions ne signifie pas que les changements ont été immédiats et complets, car il y a un facteur important de dépendance historique en matière juridique et de structure des entreprises. Les règles et les structures actuelles favorisent certains acteurs en place, et ces acteurs ont intérêt, et ont parfois le pouvoir politique nécessaire, pour ralentir voire bloquer le changement. Dans certains cas, il est inefficace de vouloir changer les structures avant qu'elles ne disparaissent d'elles-mêmes, Bebchuk et Roe (1999) et Roe (1996).

4.3. Les conséquences pour l'analyse coasienne des négociations entre salariés et actionnaires

4.3.1. La compensation coasienne

Un des arguments soulevés par Coase pourrait être invoqué à mauvais escient dans ce cas. Si les salariés sont mieux rémunérés dans les firmes monopolistiques, cet avantage devrait être compensé par ailleurs, soit sous forme de réduction des retraites, d'avantages non pécuniaires plus faibles, d'un accroissement des efforts, ou encore de conditions de travail moins favorables. Cette pression compensatrice, bien que toujours présente et par conséquent à prendre en compte, est cependant plus faible dans les industries monopolistiques que dans les industries concurrentielles.

De fait, dans une industrie concurrentielle, une firme qui paie un de ses facteurs de production plus que ses concurrentes devra, sur le long terme, obtenir par ailleurs une contrepartie pour compenser ce désavantage. Il est vraisemblable que le facteur privilégié aura un coût inférieur (ou fournira davantage d'efforts) sur d'autres dimensions de sa rémunération, par exemple en travaillant plus intensément, en fournissant une qualité supérieure ou en offrant d'autres avantages. Mais dans une industrie monopolistique, le capital peut continuer à être rémunéré de façon concurrentielle de même que les autres facteurs de production et ainsi de suite. La pression en faveur d'une compensation coasienne sur le long terme n'existe pas⁴⁸.

⁴⁸ Pour être plus précis, examinons la question de la capitalisation des coûts d'agence lors de l'introduction en bourse. La firme s'attendait initialement à obtenir un résultat de 25\$ sur ses actifs d'un montant de 100\$; si le marché requiert un taux de rentabilité de 10%, il en résulte une valeur de marché de 250\$. Si les dirigeants réduisent les coûts d'agence ou les dépenses salariales de 5\$, les actionnaires devraient recevoir un supplément de valeur de 50\$. Mais que cette réduction se fasse ou non, la firme pourra continuer à se financer pour autant que les nouveaux projets d'investissement offrent une rentabilité anticipée d'au moins 10 %.

4.3.2. *L'évolution du salaire d'équilibre*

La pression pour une compensation se réduit encore si l'économie nationale, pour l'essentiel, a une structure monopolistique (ou oligopolistique). Le niveau global des salaires dans l'ensemble de l'économie s'élève en raison de la structure de l'industrie et de l'organisation des salariés. Si les salaires pour une firme sont plus élevés pour une catégorie d'employés, la firme pourra attirer davantage les salariés les plus travailleurs ou les plus compétents de l'économie (et, dans une certaine mesure, c'est probablement ce qui se passe⁴⁹). Mais si le salaire d'équilibre est plus élevé pour des causes légales ou de négociations au niveau national, alors la firme ne peut obtenir de compensation coasienne.

En effet, la main-d'œuvre, d'une part, l'industrie, d'autre part, constituent alors un monopole bilatéral. Comme on le sait, le résultat d'une négociation, dans un monopole bilatéral, diffère de ce qu'il est si les deux parties ont des concurrents vers lesquels ils peuvent se retourner⁵⁰.

4.3.3. *Les deux composantes de la main-d'œuvre*

Des effets externes réduisent également la pression coasienne. Si les actionnaires et les salariés actuels se partagent le rectangle, cela n'a pas uniquement des incidences qui les concernent seuls, mais cela a également une influence sur les autres acteurs du marché du travail. Il est rationnel pour les salariés actuels de chercher à s'approprier une part du rectangle et donc, par l'action politique, de rendre leurs licenciements plus difficiles pour les dirigeants, de façon à ce que ces derniers ne puissent utiliser les chômeurs pour exercer ultérieurement des pressions.

⁴⁹ Et dans certaines négociations, les salariés chercheront à obtenir non seulement un salaire plus élevé mais également une réduction des efforts demandés. C'est ce qui s'est passé dans les négociations avec la main d'œuvre en Grande-Bretagne : voir Nickell, supra note 5, p. 727 et s.

⁵⁰ Voir, par exemple, Sharpe (1981, p. 77) selon lequel le résultat de la négociation entre des acteurs mutuellement dépendants – Robinson Crusoe détenant la totalité de la nourriture de l'île et Vendredi la totalité des terres – ne s'obtient pas sous forme d'un prix d'équilibre sur le marché, mais par la négociation, des manœuvres opportunistes, voire la guerre.

Lorsque le marché du travail est plus rigide, les chômeurs actuels ont moins de chance de rejoindre la main-d'œuvre, ceux qui occupent des emplois sans perspectives ont moins de chance de trouver un autre emploi, et les jeunes et les personnes n'ayant jamais occupé un emploi ont moins de possibilité d'accéder au marché du travail. Ces groupes exclus du marché du travail sont constitués de personnes qui tendent à être sous-représentées politiquement, soit parce qu'elles ne votent pas, soit parce qu'elles ne sont pas bien organisées collectivement pour pouvoir influencer le résultat des décisions politiques. Ils supportent une partie du prix de la négociation tout en n'étant pas représentés à la table des négociations⁵¹.

4.4. Les arbitrages entre la conservation des gains de monopole et les coûts d'agence liés à la diffusion de capital nécessaire à la croissance

Le monopole ne peut pas toujours s'accompagner d'une propriété concentrée : la firme monopolistique doit croître, et pour croître elle a, le plus souvent, besoin d'accéder à des financements plus importants que ce qu'une seule personne ou une seule famille peut procurer. Ainsi, il peut être optimal dans certains cas pour les actionnaires de laisser s'accroître les coûts d'agence, en facilitant la diffusion de la propriété, car la croissance (obtenue grâce à la diffusion de la propriété) est la seule façon d'accroître les profits de monopole. Cet arbitrage, au sein des grandes économies, peut conduire, de façon à conserver le monopole, à introduire davantage de capital en bourse : la firme doit pouvoir croître, mais pour ce faire, elle doit vendre des titres à des investisseurs externes. Il y a un effet dû aux monopoles sur la structure de l'actionnariat dans les nations les plus importantes, mais il diffère de celui existant dans les nations moins importantes : la firme monopolistique doit supporter des coûts d'agence plus élevés pour pouvoir conserver son monopole car elle doit émettre des actions, ce qui dilue le capital,

⁵¹ En Europe continentale, les règles juridiques faisant obstacle aux licenciements empêchent les firmes d'offrir des emplois de débutants. Voir Kahn (2000, p. 577) selon lequel l'activité des syndicats réduit les perspectives d'emploi pour les salariés peu qualifiés, et Siebert (1997, p. 48-49).

pour disposer de la taille nécessaire à la réalisation des profits de monopole. Cet arbitrage favorable à la taille et à la diffusion de la propriété a été plus facile pour les actionnaires dans une nation comme les États-Unis où la pression des salariés n'était pas aussi forte qu'elle aurait pu l'être, et inférieure à ce qu'elle était dans les autres nations⁵².

Cette incitation à la croissance, même au prix de l'accroissement des coûts d'agence semble avoir été plus importante aux États-Unis que par exemple, en Suède, où les actionnaires contrôleurs pouvaient conserver le contrôle tout en ayant la taille nécessaire pour constituer un monopole. Mais même aux États-Unis, cette période de concurrence plus faible semble s'être produite lorsque les États-Unis se rapprochaient davantage d'une sociale démocratie. Certaines déclarations des dirigeants ne faisaient état des intérêts des actionnaires qu'à parité avec ceux des salariés et des consommateurs⁵³. Et on a vu des actionnaires dominants dans des industries oligopolistiques conserver le contrôle sur de longues périodes. Les exemples de Ford Motor Company et de la famille Ford, de General Motors et de la famille duPont (et peut-être d'IBM et de la famille Watson), viennent à l'esprit⁵⁴.

⁵² De façon formelle : si la différence $V_D - A_M$ représente le potentiel de profit supplémentaire lié à la diffusion (ou le gain de valeur associé à diffusion), alors la concentration persiste, si et seulement si, $V/2 + B_{CS} - C_{CS} > (V - A_M + V_D)/2$. Quand $V_D - A_M$ tend vers 0, B_{CS} redevient un facteur déterminant. Mais quand la différence $V_D - A_M$ est importante, alors c'est cette différence, et pas nécessairement B_{CS} qui décide de la diffusion.

⁵³ Voir Sutton et al. (1956, p. 64-65), article dans lequel des économistes de premier plan faisaient état de la philosophie managériale de l'époque, ce qui justifiait, de notre point de vue, les structures oligopolistiques qui prévalaient : « *[C]orporation managers . . . [are] responsib[le] to consumers, to employees, to stockholders, and to the general public . . . , each . . . equal[ly] ; the function of management is to secure justice for all and unconditional maxima for none. Stockholders . . . are entitled to a fair return on their investment, but profits above a 'fair' level are an economic sin* ». Kaysen s'intéressait plus particulièrement aux oligopoles, voir Kaysen et Turner (1959). Bien qu'à cette époque les intérêts des actionnaires n'étaient pas dominés par ceux des autres acteurs (comme ils pouvaient l'être dans d'autres nations), la notion de profits équitables s'accordait avec ce que préconisaient les économistes dans une industrie oligopolistique. Le credo managérial associé à l'oligopole était de donner aux dirigeants toute latitude pour investir et croître, notamment en réinvestissant les profits dans la firme (Sutton et al., supra). Cf. Jacoby (2000).

⁵⁴ Les monopoles accompagnés d'une propriété diffuse pourraient persister ça et là dans une nation où ils sont rares, dans la mesure où les règles institutionnelles ont été conçues pour la firme concurrentielle habituelle et où elles sont favorables aux actionnaires.

De toute façon, même si cet effet taille représente l'argument le plus sérieux en faveur de la thèse de la concentration de la propriété induite par la situation de monopole, la reconnaissance de cet effet implique uniquement qu'une analyse complète de la structure de propriété suppose qu'on considère plusieurs dimensions. Mais l'hypothèse, selon laquelle le monopole est lié aux régimes sociaux démocrates et à la concentration de la propriété nécessaire au contrôle des coûts d'agence, reste présente.

Conclusion

Lorsque les rentes sur les marchés des biens sont élevées, les coûts d'agence managériaux pour les actionnaires le sont également. Ils sont élevés pour deux raisons : les dirigeants ont davantage de latitude, et les salariés s'attendent à recevoir une part de la rente de monopole, que les dirigeants seraient disposés à leur céder.

Dans certains cas, ces coûts d'agence plus élevés sont le prix à payer par les actionnaires-propriétaires pour obtenir et conserver leurs profits de monopole. Mais lorsque c'est possible, les propriétaires cherchent à réduire ces coûts d'agence. Ils sont plus incités à contrôler les dirigeants et à réduire les coûts d'agence, lorsque la valeur à répartir aux actionnaires (ou à d'autres acteurs) est très importante. Pour les contrôler, et pour que la répartition se fasse davantage en leur faveur, les propriétaires auront d'autant plus tendance à conserver une propriété concentrée, que cette dernière constitue souvent le meilleur moyen de contrôler les coûts d'agence managériaux.

Les propriétaires auront besoin d'être représentés politiquement au niveau national, là où une part des enjeux sera répartie. Dans l'arène politique, on peut s'attendre à ce que les idéologies sociales démocrates émergent plus facilement et soient viables, car elles seront rémunérées sur le supplément de profit monopolistique, et non sur les profits concurrentiels. En outre, comme les propriétaires sont favorables à la concen-

res. Alors, ces monopoles « marginaux » pourraient profiter de leur situation en faisant profiter les actionnaires des externalités de réseau.

tration de la propriété, celle-ci provoquera souvent l'apparition d'idéologies opposées et d'organisations visant à limiter leur richesse.

L'état des marchés des biens et la nature des courants politiques se reflètent dans les structures juridiques : les nations, dont les économies sont moins concurrentielles, ont des règles légales en matière de droit des sociétés moins favorables à la primauté des actionnaires, et des normes plus favorables aux salariés en matière de droit du travail. Au fur et à mesure que les nations dont les règles sont hostiles aux actionnaires deviennent plus concurrentielles (en raison des accords douaniers et des unions monétaires), les pressions exercées sur les règles de droit des sociétés ou de droit du travail, et sur les politiques menées, s'accroissent, comme l'observation semble le révéler. Quand la concurrence sur le marché des biens s'intensifie, les coûts d'agence managériaux internes à la firme diminuent. La part du rectangle que les dirigeants peuvent s'approprier – ou contribuer à répartir – se réduit. Les conflits politiques concernant la répartition du rectangle deviennent plus rares, dans la mesure où l'enjeu devient moins important. Les coûts d'agence managériaux internes à la firme diminuent également, réduisant de ce fait les exigences des actionnaires pour une propriété concentrée (puisque c'est le meilleur moyen de contrôler les coûts d'agence) et les rendant plus désireux d'accepter une séparation de la propriété et du contrôle. On peut vraisemblablement s'attendre à ce que les trois dimensions – la dimension politique sociale démocrate, la propriété concentrée, et le pouvoir de marché (ou, de façon équivalente, la dimension politique conservatrice, la diffusion de la propriété, et l'intensité de la concurrence sur le marché des biens) – évoluent de concert.

Bibliographie

Alchian A. et Kessel R.A. (1962), «Competition, Monopoly, and the Pursuit of Money», in *Aspects of Labor Economics*, National Bureau of Economic Research Report.

Bebchuk L.A. (1999), «Rent Protection and the Evolution of a Firm's Ownership Structure », National Bureau of Economic Research, Working Paper n° 7203.

Bebchuk L.A. et Roe M.J. (1999), « A Theory of Path Dependence in Corporate Ownership and Governance », *Stanford Law Review*, vol. 52, n° 1, p. 127-170.

Becht M. et Röell A. (1998), « Blockholdings in Europe : An International Comparison », *European Economic Review*, vol. 43, p. 1049.

Becker G.S. (1957), *The Economics of Discrimination*, University of Chicago Press.

CNPF et ASFEP (1995), *Le conseil d'administration des sociétés cotées, Rapport Viénot I*.

Demsetz H. et Lehn K. (1985), « The Structure of Corporate Ownership : Causes and Consequences », *Journal of Political Economy*, vol. 93, n° 6, p. 1155-1177.

Edwards F.R. (1977), « Managerial Objectives in Regulated Industries : Expense-Preference Behavior in Banking », *Journal of Political Economy*, vol. 85, n° 1, p. 147-162.

Freeman R.B. et Medoff J.L. (1984), *What Do Unions Do ?*, Basic Books.

Geroski P.A. (1988), « In Pursuit of Monopoly Power : Recent Quantitative Work in Industrial Economics », *Journal of Applied Econometrics*, vol. 3, n° 2, p. 107-123.

Goldthorpe J.H., (Ed.) (1984), *Order and Conflict in Contemporary Capitalism*, Clarendon Press.

Hannan T.H. et Mavinga F. (1980), « Expense Preference and Managerial Control : The Case of the Banking Firm », *Bell Journal of Economics*, vol. 11, n° 2, p. 671-682.

Hart O. (1983), « The Market Mechanism as an Incentive Scheme », *Bell Journal of Economics*, vol. 14, n° 2, p. 366-382.

Hiwatari N. (1999), « Employment Practices and Enterprise Unionism in Japan », in M. Blair et M.J. Roe (Eds), *Employees and Corporate Governance*, Brookings.

Jacoby S.M. (2000), « Employee Representation and Corporate Governance : A Missing Link », UCLA Working Paper.

- Jagannathan R. et Srinivasan S.B. (2000), « Does Product Market Competition Reduce Agency Costs ? », National Bureau of Economic Research, Working Paper n° 7480.
- Kahn L.M. (2000), « Wage Inequality, Collective Bargaining and Relative Employment 1985-94 : Evidence from 15 OECD Countries », *Review of Economics and Statistics*, vol. 82, n° 4, p. 564-579.
- Karier T. (1985), « Unions and Monopoly Profits », *Review of Economics and Statistics*, vol. 67, n° 1, p. 34-42.
- Kaysen C. et Turner D. (1959), *Antitrust Policy*, Harvard University Press.
- Krueger A.O. (1974), « The Political Economy of the Rent-Seeking Society », *American Economic Review*, vol. 64, n° 3, p. 291-303.
- Kwoka J.E. (1983), « Monopoly, Plant, and Union Effects on Worker Wages », *Industrial and Labor Relations Review*, vol. 36, n° 2, p. 251-257.
- La Porta R., Lopez-De-Silanes F. et Shleifer A. (1999), « Corporate Ownership Around the World », *Journal of Finance*, vol. 54, n° 2, p. 471-517.
- La Porta R., Lopez-De-Silanes F., Shleifer A. et Vishny R. (1998), « Law and Finance », *Journal of Political Economy*, vol. 106, n° 6, p. 1113-1155.
- Mankiw N.G. (1998), *Principles of Economics*, Dryden.
- Marini P. (1996), *La modernisation du droit des sociétés*, Rapport au Premier ministre, 13 juillet.
- Martins J.O., Scarpetta S. et Pilat D. (1996), « Mark-Up Pricing Ratios in Manufacturing Industries : Estimates for 14 OECD Countries », OECD Department, Working Paper n° 162.
- MEDEF et ASFEP (1999), *Rapport au Comité sur le gouvernement d'entreprise*, (Rapport Viénot II).
- Morck R.K. (2000), « Introduction », in *Concentrated Corporate Ownership*, University of Chicago Press.
- Nickell S.J. (1996), « Competition and Corporate Performance », *Journal of Political Economy*, vol. 104, n° 4, p. 724-746.
- OECD (1994), *Jobs Study : Evidence and Explanations, Pt. II : The Adjustment Potential of the Labour Market*.

- Palmer J. (1973), «The Profit-Performance Effects of The Separation of Ownership from Control in Large U.S. Industrial Corporations », *Bell Journal of Economics*, vol. 4, n° 1, p. 293-303.
- Posner R.A. (1975), «The Social Costs of Monopoly and Regulation », *Journal of Political Economy*, vol. 83, n° 4, p. 807-827.
- Posner R.A. (1976), *Antitrust Law*, University of Chicago Press.
- Roe M.J. (1996), «Chaos and Evolution in Law and Economics », *Harvard Law Review*, vol. 109, n° 3, p. 641-668.
- Roe M.J. (1996), «From Antitrust to Corporate Governance ? The Corporation and the Law : 1959-1994 », in C. Kaysen (Ed.), *The American Corporation Today*, Oxford University Press.
- Roe M.J. (2000), «Political Preconditions to Separating Ownership From Corporate Control », *Stanford Law Review*, vol. 52, n° 3, p. 539-606.
- Roe M.J. (2001), «Corporate Law's Limits », Working Paper.
- Rose N. (1987), «Labor Rent Sharing and Regulation : Evidence from the Trucking Industry », *Journal of Political Economy*, vol. 95, n° 6, p. 1146-1178.
- Ruback R.S. et Zimmerman M.B. (1984), «Unionization and Profitability : Evidence from the Capital Market », *Journal of Political Economy*, vol. 92, n° 6, p. 1134-1157.
- Salinger M.A. (1984), «Tobin's Q, Unionization, and the Concentration-Profits Relationship », *Rand Journal of Economics*, vol. 15, n° 2 p. 159-170.
- Samuelson P.A. et Nordhaus W.D. (1998), *Economics*, 16th Ed., Irwin/McGraw-Hill.
- Scherer F.M. et Ross D. (1990), *Industrial Market Structure and Economic Performance*, 3d Ed., Houghton Mifflin.
- Sharpe W. (1981), *Investments*, 2d Ed., Prentice-Hall.
- Siebert H. (1997), «Labor Market Rigidities : At the Root of Unemployment in Europe », *Journal of Economic Perspectives*, n° 3, Summer, p. 37-54.
- Sutton F.X., Harris S.E., Kaysen C. et Tobin J. (1956), *The American Business Creed*, Harvard University Press.

Tullock G. (1967), «The Welfare Costs of Tariffs, Monopolies, and Theft », *Western Economic Journal*, vol. 5, p. 224-232.

United States Department of Justice Merger Guidelines (1997), *Trade Regulations Report*, vol. 4, April 17.

Viscusi W.K., Vernon J.M. et Harrington J.E. (1995), *Economics of Regulation and Antitrust*, MIT Press.

Weiss L. (1966), « Concentration and Labor Earnings », *American Economic Review*, vol. 56, p. 96-117.

Annexe

Tableau 3 – Taux de marge du monopole dans l'industrie lourde (1970-1992)

Pays	Produits métallurgiques	Équipements *	Sidérurgie	Secteur pétrolier	Automobile	Moyenne pondérée - 1	Pourcentage de firmes cotées de taille moyenne sans actionnaire détenant au moins 20 % du capital
Royaume uni	1,03			1,07		0,050	0,60
États-Unis	1,09	1,06	1,10	1,03	1,09	0,074	0,90
Suède	1,13	1,07	1,10		1,15	0,113	0,10
Japon	1,11	1,09	1,19	1,04	1,17	0,120	0,30
Danemark	1,15	1,12				0,135	0,30
Allemagne	1,20	1,06	1,14		1,15	0,138	0,10
Finlande	1,19	1,14	1,18	1,11	1,14	0,152	0,20
France	1,18	1,12	1,16	1,19	1,13	0,156	0,00
Belgique	1,08		1,25			0,165	0,20
Canada	1,16	1,15	1,25		1,14	0,175	0,60
Australie	1,17	1,17	1,14	1,35	1,08	0,182	0,30
Italie	1,39	1,19	1,17		1,02	0,193	0,00
Norvège	1,15	1,10	1,33		1,21	0,198	0,20
Pays-Bas	1,13	1,16	1,40		1,12	0,203	0,10

* Les données de l'OCDE sont incomplètes ; des données sont manquantes pour certaines industries comme celles des équipements en Grande-Bretagne. Certaines cellules sont vides parce que l'industrie occupe une part très faible dans la nation.

Les données concernant les marges provenant de l'OCDE sont issues de Martins *et al.*, supra note 29 ; les données portant sur la concentration de propriété proviennent de La Porta *et al.*, note supra note 19.

Tableau 4 – Résultats de la régression taux de marge sur concentration de la propriété (d'après les trois dernières colonnes du tableau 3)

	Coefficient de régression (statistique t)	R-carré
Taux de marge sur concentration de la propriété (d'après tableau 3)	-0,10 (-1,94*)	0,24

* significatif au seuil de 10 %