

DOMENICO MARIO NUTI¹

CORPORATE GOVERNANCE ET ACTIONNARIAT DES SALARIÉS

RÉSUMÉ Le *Corporate Governance* inclut ici les problèmes qui apparaissent du fait de deux éléments typiques des sociétés anonymes : la délégation des fonctions managériales à des cadres dirigeants et la propriété multiple. D'une part, se pose le problème du contrôle des actionnaires sur l'activité discrétionnaire des managers ; d'autre part, de la solution des conflits entre les actionnaires qui sont également des *stakeholders* (c'est-à-dire salariés, managers, fournisseurs, clients, concurrents, environnement, collectivités locales, état) et les actionnaires externes. Cet article passe ces problèmes en revue dans la perspective des économies en transition, et se concentre sur le conflit entre *stakeholders* et actionnaires, en faisant plus particulièrement référence à l'actionnariat des salariés.

En général, le conflit provient du contrôle des *stakeholders* qui détiennent individuellement une participation "sous-équilibrée". On définit la participation "équilibrée" d'un *stakeholder* comme la participation au rendement du capital de

l'entreprise (dividendes plus gains en capital) égale à sa part dans les paiements de l'entreprise à ce *stakeholder*. Dans le cas des salariés, ces transferts sont les salaires et les rémunérations liées aux salaires, et le conflit peut aboutir à une situation durable de sureffectif ou de sur-rémunération, au delà de ce qu'impliquerait la maximisation du profit sous une contrainte de rémunération au salaire du marché. Les *stakeholders* détenant une capacité de contrôle peuvent alors s'approprier l'intégralité de la valeur actuelle de l'entreprise, ou, quelle qu'en soit l'ampleur, tout excédent sur le minimum nécessaire au maintien de sa viabilité, ce qui revient à spolier les autres actionnaires. Une distinction fondamentale doit être établie parmi les actionnaires entre les salariés et les managers.

Dans le cas des salariés, le conflit ne peut être résolu par une prise de contrôle ou une fusion, mais il peut trouver une solution si l'on impose aux salariés désireux de détenir une participation au capital d'acquérir une part au moins égale à leur

1. Domenico Mario Nuti est professeur d'économie, spécialisé dans les systèmes économiques comparés, université La Sapienza, Rome ; il est également économiste au Centre for CIS and Middle Europe, London Business School, Londres. Le présent texte est une version abrégée de *Employeeism : Corporate Governance and Employee Share Ownership in Transitional Economies*. La traduction de ce texte a été réalisée par Amina Lahrière.

Des versions antérieures de cet article ont été présentées lors de la Conférence sur le *Corporate Governance* (Forum européen pour la démocratie et la solidarité, Bratislava, 2 et 3 juin 1994) et de la Conférence annuelle de BASEES (Fitzwilliam College, Cambridge, 25-27 mai 1995). L'auteur remercie pour leurs suggestions et commentaires utiles les participants à ces conférences, en particulier Alessandra Cusan, Michael Ellman, Lina Takla et Marie Lavigne. Ce travail a bénéficié du soutien financier du projet ACE 92-0098, *L'intermédiation financière pendant la transition*.

part respective dans la masse salariale de l'entreprise. Pour éliminer le biais en faveur du sureffectif, il peut être nécessaire de garantir en outre aux salariés licenciés le même niveau de revenu que celui que leur aurait assuré le maintien de leur emploi, plutôt que de garantir l'emploi. Sinon, l'entreprise contrôlée par ses salariés est condamnée à être la victime de son instabilité institutionnelle inhérente. Ou bien le contrôle des salariés s'atténue au fur et à mesure que l'actionnariat devient plus consolidé dans l'entreprise ; que les actionnaires-salariés cessent d'être employés

(retraite, départs volontaires ou non) et/ou cessent d'être des actionnaires "sous-équilibrés" ; ou bien l'entreprise, n'ayant plus accès au capital-risque se trouve pousser progressivement à la faillite.

L'article montre que les pratiques actuelles de la privatisation rendent très probable l'émergence de ce type de conflit dans les économies post-socialistes, bien que les preuves empiriques ne soient pas disponibles sous la forme qui permettrait de rendre compte de sa pleine étendue et de son importance quantitative.

“Un grand nombre de pays se sont engagés dans des programmes de privatisation par coupons, instituant une sorte de capitalisme populaire. Je donne un conseil de prudence, que la plupart de ces pays ont déjà pris à coeur : prenez garde au problème du *Corporate Governance*”, Joseph Stiglitz².

“Ce qui a eu lieu jusqu'à présent n'est pas une privatisation, c'est une collectivisation, qui donne aux travailleurs et aux dirigeants la responsabilité des entreprises. Leur intérêt est l'augmentation des salaires, non l'investissement. Ce type de privatisation crée un nouveau problème”, Grigory Yavlinsky³.

“C'est moi qui prend les décisions”, Viktor Kozeny⁴.

I Introduction

La question du *Corporate Governance* a trait aux problèmes qui se présentent lorsqu'une entreprise est détenue par plus d'un propriétaire et gérée par des managers salariés, ainsi qu'aux règles et incitations destinées à la faire fonctionner aussi efficacement et impartialement que si elle était détenue et dirigée par un entrepreneur unique.

Deux problèmes principaux se présentent dans les sociétés anonymes : il faut d'une part assurer le contrôle des actionnaires sur l'activité discrétionnaire des managers ; d'autre part, il convient de résoudre (ou d'éviter) les conflits possibles entre groupes d'actionnaires : ces conflits peuvent apparaître lorsque des actionnaires qui exercent collectivement un contrôle sur l'entreprise ont en outre un

2. Stiglitz (1994), p. 262. C'est nous qui soulignons.

3. Forum de Davos, mars 1993, citation extraite de La Camarra Amarilla (1994).

4. Fondateur, dirigeant et propriétaire à 25 % de Harvard Capital & Consulting Investment Fund, Prague ; voir également la maxime de George Soros "Une entreprise n'est pas une démocratie", citée par Kozeny, *Financial Times*, 3 avril 1995.

5. Cet article définit les co-propriétaires comme des actionnaires, et fait ainsi implicitement référence aux entreprises à actionnariat diversifié (SA et SARL en droit français) ; sauf précision contraire, les pouvoirs de décision (droits de vote) sont supposés distribués proportionnellement à la propriété. *Mutatis mutandis*, les mêmes considérations s'appliquent à toutes les formes de co-propriété et d'attribution des pouvoirs de décision dans les entreprises.

6. Que sauf ambiguïté, l'on appellera pour plus de simplicité, "intéressés" ou "parties intéressées" (NDT).

intérêt, à un autre titre, dans l'activité de cette entreprise. Ces *stakeholders*⁶ qui détiennent un intérêt connexe à l'activité de l'entreprise sont les employés, les managers, les fournisseurs (y compris crédateurs), les clients (y compris débiteurs), les concurrents, les autorités locales, l'Etat, ou tout autre agent économique par ailleurs exposé à des externalités liées à l'activité de l'entreprise (effets sur l'environnement inclus).

Il faut exclure de la définition stricte du *Corporate Governance* les questions communes à tous les types d'entreprises : par exemple, problèmes de concurrence⁷, de contraintes budgétaires dures ; de protection minimale des *stakeholders* ; ou, plus généralement, de l'établissement des règles et incitations qui peuvent conduire une entreprise à se comporter dans l'intérêt, non seulement de ses propriétaires, mais aussi d'un groupe plus large s'étendant éventuellement au gouvernement ou à la société entière. Toutes ces questions sont certainement pertinentes dans les économies en transition mais seulement de manière indirecte : dans la mesure où elles concernent l'environnement de marché, elles présentent surtout un intérêt pour les questions générales de la transition systémique. Nous excluons également les problèmes qui se présentent plus spécifiquement au cours de la mise en œuvre de la privatisation⁸.

Cet article examine d'abord les problèmes généraux du *Corporate Governance* et leur solution possible dans les économies de marché, y compris les économies en transition. Puis est étudiée une forme particulière de conflit entre actionnaires : celui qui se présente quand les employés – individuellement ou de manière collective – détiennent suffisamment d'actions pour contrôler l'activité des entreprises. Ce cas particulier est intéressant à plusieurs égards.

Contrairement à ce qui avait été souhaité et anticipé⁹, la vente, la location ou le don du capital des entreprises aux salariés a été une voie importante de privatisation dans toutes les économies en transition (à l'exception de la République tchèque) et même, dans de nombreux cas, la voie la plus importante (par exemple en Russie, Mongolie, Roumanie, Pologne).

Les implications de l'actionnariat des salariés ont été généralement négligées, particulièrement en comparaison de la littérature exceptionnellement abondante consacrée à l'autogestion des salariés et au partage de la valeur ajoutée, depuis Ward (1958) et Vanek (1970) jusqu'à aujourd'hui ; l'actionnariat des salariés tend à être confondu avec l'autogestion, bien que la différence entre ces deux notions soit fondamentale. Les employés des firmes "illyriennes" de Ward, les coopératives traditionnelles ou les entreprises yougoslaves détiennent des droits d'usage éphémères qui ne sont pas seulement non-transférables mais aussi conditionnés au maintien du statut de salarié de cette entreprise (ou, quelle qu'en soit l'étendue, au maintien du lien de l'employé avec l'entreprise, par exemple par une pension d'invalidité ou de vieillesse) ; dans la mesure où parler de droits de propriété non-transférables ou conditionnels est une contradiction dans les termes, les problèmes que posent les entreprises autogérées de Ward relèvent précisément, du *non-actionnariat* des salariés.

7. " (...) je considère la concurrence comme bien plus importante que la privatisation", Stiglitz (1994), p. 261.

8. Ces problèmes peuvent aller de la dissimulation du profit aux pertes délibérées ; voir Cornelli & Li, 1990 ; Aghion, Blanchard & Burgess, 1994.

9. Ellerman (1990) et Weitzman (1991), qui prônent l'actionnariat des salariés, sont des exceptions notables.

L'actionnariat des salariés convenablement conçu doit, d'une part, produire des effets bénéfiques sur la productivité du travail (et donc, indirectement, également sur l'emploi) grâce à l'usage et au contrôle mutuel de l'effort de travail, et permettre d'éviter et de résoudre d'éventuels conflits¹⁰. Mais d'autre part, lorsque les salariés détiennent une part du capital leur permettant de contrôler l'entreprise, ils vont vraisemblablement s'octroyer des revenus et des niveaux d'emploi supérieurs à ceux qui prévalent dans les entreprises non contrôlées par leurs salariés (Blanchard & *alii*, 1991); ainsi que nous le montrerons, cet argument doit cependant s'accompagner de fortes réserves.

Enfin, dans le cas précis où un conflit apparaît entre les actionnaires-salariés et les autres actionnaires, les mécanismes qui permettent habituellement de résoudre les conflits entre actionnaires et autres parties intéressées ne sont plus utilisables. Pour éviter de rendre l'entreprise institutionnellement instable, d'autres garanties doivent être introduites pour prévenir des biais (salaires et niveaux d'emplois plus élevés que dans les autres compagnies) qui freineraient l'accès au capital-risque externe. Cependant, même les économistes qui considèrent l'idéologie socialiste comme officiellement morte (Stiglitz, 1994, p. 279), croient encore – avec de bonnes raisons – que "(...) un champ reste ouvert pour d'autres expériences. Ainsi, nous devons étudier les formes d'organisation économique impliquant davantage de participation et de propriété des salariés" (*ib.* p. 227).

Le contrôle des actionnaires sur les managers

L'étude de la *Corporate Governance* insiste traditionnellement sur la séparation entre détention et contrôle de l'entreprise, c'est-à-dire sur la délégation des fonctions de gestion à un directeur (ou à un groupe de directeurs considérés comme une entité unique)¹¹. Les managers ont toujours une certaine marge d'action discrétionnaire qu'ils peuvent consacrer à la poursuite de leur intérêt propre, au lieu de se soucier uniquement de maximiser la valeur de l'entreprise sur le marché, dans le meilleur intérêt des actionnaires. Cela induit un problème principal/agent : comment inciter un manager à se comporter comme s'il était le propriétaire de l'entreprise¹²? Cependant, tant qu'une entreprise est détenue par un propriétaire unique, la séparation entre le contrôle – délégué à un

10. Ainsi Alchian & Demsetz (1972) considèrent l'actionnariat des salariés comme un moyen de dépasser l'incomplétude des spécifications des contrats de travail, et les difficultés du contrôle de l'effort de travail. Voir également Jensen & Meckling, 1979; Hansman, 1990; Conte & Svejnar, 1990.

11. Voir Berle & Means (1932). Certaines études sur les économies en transition définissent même le *Corporate Governance* exclusivement en termes de relations actionnaires/managers : "le *Corporate Governance* est l'ensemble des accords par lesquels les actionnaires embauchent et licencient les managers, les contrôlent et les récompensent de telle sorte qu'ils servent de manière optimale les intérêts des actionnaires" (Bergstrom, 1994, p. 19). Gray & Hanson (1993) définissent le *Corporate Governance* comme "(...) le contrôle du comportement des managers par les actionnaires" (p. 1). Nous excluons de nos préoccupations les problèmes liés à l'existence d'une pyramide entière de managers; quelle que puisse être leur importance (sur laquelle Stiglitz (1994) insiste), elles sont typiques de toutes les grandes entreprises ou organisations, et par conséquent dépassent le domaine du *Corporate Governance*.

12. Une autre opinion est, au contraire, que la direction par un manager indépendant est une condition nécessaire au succès de l'entreprise, particulièrement dans les entreprises multinationales et dans les secteurs intensifs en capital (voir Chandler, 1977 et 1990). Ce point de vue n'est soutenu ni par des arguments théoriques convaincants, ni par l'évidence empirique.

manager – et la propriété n'induit pas en elle-même de problème significatif. Le propriétaire unique, qui établit directement les conditions d'emploi, embauche et licencie les managers, a simultanément la possibilité de et l'incitation à contrôler étroitement les activités de l'entreprise.

Le problème et sa solution sont connus depuis des temps immémoriaux et apparaissent par exemple dans la Bible ou dans la sagesse populaire. Ainsi, dans la parabole du régisseur injuste, le manager est menacé de perdre son emploi¹³. Comme le dit le vieux proverbe italien, "le cheval prospère sous l'oeil de son maître" (*l'occhio del padrone ingrassa il cavallo*). Dans le système soviétique, les entreprises publiques semblaient souffrir d'une séparation entre la propriété et le contrôle, bien qu'il n'y eût nominalement qu'un seul propriétaire, l'Etat ; en réalité, les problèmes provenaient essentiellement de l'absence d'un environnement de marché (toutes les entreprises étaient des entreprises d'Etat). En outre, la propriété n'était en pratique confiée à aucune institution publique : la propriété appartenant à tous, personne n'était propriétaire¹⁴.

En réalité, les problèmes de *Corporate Governance* ne sont pas spécifiquement dûs à la séparation entre propriété et contrôle, mais à l'existence d'une propriété multiple. Ils s'expliquent par le fait que, comparés à un propriétaire unique, les propriétaires multiples ont moins d'occasions de et à surveiller, et à contrôler l'activité des managers : chaque propriétaire ne peut en effet s'approprier qu'une partie des bénéfices du contrôle, mais en supporte l'ensemble des coûts ; on ne peut éviter la duplication des efforts de surveillance, qu'en encourageant les stratégies de cavalier solitaire. Il ne s'agit plus d'un problème de principal/agent, mais d'un problème principaux/agent.

La littérature économique suggère habituellement deux solutions à ce problème (voir par exemple de Cecco, 1987 ; Corbett & Mayer, 1991 ; Gray & Hanson, 1993 ; Jackson, 1994). Le "modèle germano-japonais" de *Corporate Governance* repose sur la présence effective d'un très petit nombre d'actionnaires majoritaires – voire même d'un seul – (ainsi, en Allemagne, dans 80 % des sociétés anonymes, un actionnaire au moins dispose d'un minimum de 25 % des actions avec droit de vote), et sur le rôle formel ou informel des banques ou autres institutions financières comme actionnaires et comme dépositaires d'actions (autorisés à exercer les droits de vote sous-jacents pour les compte de leurs déposants). Si la concentration de l'actionnariat et des droits de vote aboutit à mettre en place un contrôle – et une incitation au contrôle – de l'activité discrétionnaire des managers, on se trouve alors dans une configuration comparable à celle d'une entreprise détenue par un propriétaire unique.

13. "Un jour, on apprit à un homme riche que son régisseur gérait mal ses biens. Il le sermonna et lui dit : 'Qu'est-ce que j'apprends à ton sujet ? Rends-moi compte de tes actions ; tu ne t'occuperas pas plus longtemps de mes biens'. A cela, le régisseur se dit "Que vais-je faire, maintenant que mon employeur me retire la gestion de ses biens ? ..." (Luc, 16, 1-4). Il est vrai que l'agent, mauvais sujet, qui utilisait l'argent de son maître pour se faire des amis, était de fait apprécié de son maître pour cela (Luc, 16, 8-9), mais cette attitude était clairement considérée comme atypique : "(...) Les Pharisiens, qui appréciaient énormément l'argent, apprirent cette histoire avec un sourire de mépris". Luc, 16, 14-15 (Toutes les références à la Bible sont de Phillips, 1972).

14. Kornai (1992, pp. 110-130) analyse les motivations des managers dans l'ancien système : conviction politique et morale, identification avec le travail, pouvoir et promotion, prestige, bénéfice matériel, tranquillité de vie, peur de la punition. "L'idéologie officielle suggérait que chaque fonctionnaire gère ses activités 'comme un propriétaire', mais aucune incitation ne conduisait les gestionnaires à développer une vraie motivation de propriétaire, puisque les gains réalisés ne finissaient pas dans leurs poches. La prise de risque était pour la même raison évitée, puisque les succès provenant de la mise en œuvre de nouvelles technologies ou d'autres innovations ne rapportaient jamais" (Bergstrom, 1994, p. 5).

Le modèle anglo-saxon, quant à lui, repose sur la discipline qu'impose l'émergence potentielle d'un actionnaire dominant : si le marché financier fonctionne bien, une équipe de managers non performante s'expose au risque d'une prise de contrôle hostile et les repreneurs ont intérêt à congédier les anciens managers et à améliorer les performances de l'entreprise, ce qui bénéficie également à tous les autres actionnaires (Marris, 1966 ; Auerbach, 1988 ; Jensen, 1988 ; Lazonik, 1992). L'efficacité de ce risque potentiel dépend du développement et de la profondeur des marchés financiers qui fournissent les capitaux nécessaires aux rache-teurs potentiels, des obstacles légaux ou d'usage aux OPA extérieures, des limitations éventuellement inscrites dans les statuts de l'entreprise, et d'autres mécanismes de défense mis en place contre des repreneurs potentiels. Le méca-nisme des OPA est certes loin d'être parfait (Stiglitz (1994) le critique fortement), mais le risque d'une OPA impose indubitablement une contrainte sur l'action dis-crétionnaire des managers ¹⁵.

Certaines économies en transition ont délibérément choisi l'un de ces modèles. La Pologne semble ainsi avoir opté pour le modèle germano-japonais : la restruc-turation financière des entreprises et des banques s'est souvent faite par le biais de *swaps* de dettes contre titres, donnant ainsi aux banques des actions dans les entreprises débitrices ; chaque entreprise participant au programme de privati-sation de masse a une relation particulière avec un Fonds national d'investisse-ment, qui doit posséder au minimum un tiers de ses actions et jouer un rôle significatif dans la levée de fonds et la gestion de cette entreprise. Dans les privati-sations de masse tchèque, slovaque et russe, au contraire, des plafonds maxi-mums de détention du capital d'une entreprise sont imposés aux Fonds d'investissement (en proportion des actifs du Fonds comme de ceux de l'entre-prise). Les Fonds d'investissement en coupons russes, par exemple, échangent leurs actions contre des coupons ou de l'argent pour acheter d'autres actions, mais il leur est interdit d'investir plus de 5 % de leur capital dans une firme, ou de détenir plus de 10 % des actions d'une entreprise (Bornstein, 1994). Il y a donc ici un refus du modèle polonais et une préférence pour la discipline anglo-saxonne imposée par les marchés financiers, par le biais des OPA potentielles.

Le problème des Fonds d'investissement, comme de toutes les *holdings*, reste celui des incitations qui sont à nouveau supprimées. Comme le dit Stiglitz (1994, p. 189), "qui surveillera les superviseurs ?" (le même problème est soulevé par Coffee, 1994, p. 8). En Pologne, comme dans la République tchèque, la rétribu-tion des managers des Fonds d'investissement chargés de la privatisation de masse est indexée non sur l'augmentation de la valeur de leur portefeuille, mais sur la valeur du portefeuille (Coffee, 1994, p. 75), ce qui atténue de manière gros-sière – quand ça ne les supprime pas – les incitations à améliorer les performances du portefeuille.

Dans le cas tchèque, Coffee (1994, p. 60) recommande de supprimer le pla-fond (fixé à 20 %) imposé aux Fonds d'investissement et de privatisation pour la détention des actions d'une entreprise particulière. Mais en République tchèque, les Fonds d'investissement privés sont souvent formellement détenus en majorité par des banques. En principe, cette situation peut être un avantage : "le contrôle par les banques peut être plus efficace que celui des actionnaires ou des déten-

15. Pour une comparaison entre les deux mécanismes, voir Franks & Mayer, 1990 et 1992 ; sur les problèmes spécifiques aux économies en transition, voir Frydman & alii, 1993.

teurs de titres dans ce cas particulier : c'est ce que Berle (1926) a mis en évidence il y a longtemps. Pour les banques, le coût de l'intervention et les problèmes de cavalier solitaire seront moins graves que pour les actionnaires : puisque la plupart des crédits bancaires sont à court terme, les banques peuvent retirer leurs fonds rapidement si elles estiment que l'entreprise se comporte mal" (Stiglitz, 1994, p. 189). Cependant, "les relations entre les banques tchèques et leurs Fonds d'investissement privés sont obscures (...) On ne sait pas encore si l'évolution des Fonds d'investissement les conduira à se comporter en investisseurs institutionnels actifs ou en agents passifs de leurs maisons-mères bancaires" (Coffee, 1994, pp. 94-95). Pour l'instant, les banques tchèques sont encore largement détenues par l'Etat ; les actions des entreprises encore détenues par le Fonds de propriété public, celles des entreprises contrôlées directement ou indirectement par les banques (par le biais de leurs participations dans les Fonds d'investissement), ainsi que d'autres participations croisées, donnent encore à l'Etat "pour le moins (...) un pouvoir potentiel très important dans le *Corporate Governance*, même si l'administration actuelle (...) se refuse à l'utiliser." (Coffee, 1994, pp. 5-6). La défaillance de l'Etat à exercer son pouvoir ne fait qu'accorder aux autres actionnaires un poids sans proportion avec la part du capital qu'ils détiennent, ce qui facilite l'émergence du conflit entre actionnaires et autres parties intéressées que nous avons évoqué plus haut. D'une manière plus générale, dans les économies en transition, les banques sont pour la plupart surchargées de crédits de mauvaise qualité et peuvent donc avoir intérêt – au titre de *stakeholder* – à ne pas précipiter la crise d'une entreprise en retirant leurs crédits ou en engageant une procédure de mise en faillite.

Quelles qu'en soient les intentions initiales, il semble que, dans toutes les économies en transition, aucun des deux mécanismes de *Corporate Governance* ne soit réellement opérationnel. L'actionnariat est généralement trop fragmenté pour qu'un groupe de contrôle émerge et que puisse peser sur les managers la contrainte du respect de l'intérêt de tous les actionnaires. Les bourses sont encore trop étroites et sous-capitalisées pour que des OPA potentielles aient une chance de succès crédible, d'autant plus que la plupart des actionnaires (et particulièrement les actionnaires-salariés) sont soumis à des restrictions considérables portant sur la négociabilité de leurs actions. Par conséquent, en dépit du développement rapide des marchés financiers, et de la vitesse de la privatisation (y compris la privatisation de masse), le sentiment dominant est que les managers disposent encore de marges d'action discrétionnaires plus importantes que celles qui seraient compatibles avec le bon fonctionnement d'une économie de marché. Les économies en transitions doivent donc pour le moins s'attendre à connaître, dans le domaine des marchés financiers le même genre de difficultés que les pays européens les moins développés, comme l'Italie.

Actionnaires et *stakeholders*

Les règles de vote dans les entreprises à propriétaires multiples lient les pouvoirs de contrôle à la propriété ; cependant, ces règles ne suffisent pas toujours à produire les mêmes résultats qu'en la présence d'un

propriétaire-entrepreneur unique. Des actionnaires qui sont également *stakeholders* peuvent en effet en acquérir le contrôle et exercer leur pouvoir au détriment des autres actionnaires¹⁶.

Imaginons par exemple qu'un actionnaire ou un groupe d'actionnaires fournissant un *input* à l'entreprise détiennent une capacité de contrôle, et supposons que les actionnaires-fournisseurs imposent à l'entreprise un accroissement de la quantité et/ou du prix de cet *input*. Tous les actionnaires sans exception subiront alors une perte, mais ceux qui fournissent l'*input* à un prix supérieur bénéficieront également d'un gain. De nombreux exemples de ce type peuvent être évoqués : actionnaires-créditeurs imposant un taux d'intérêt sur leurs crédits à l'entreprise, actionnaires-clients réclamant un prix inférieur pour l'achat de la production de l'entreprise, actionnaires-emprunteurs soutirant un taux d'intérêt débiteur inférieur, etc.¹⁷

Il serait faux cependant de penser que la présence de *stakeholders* disposant d'une capacité de contrôle provoque nécessairement la spoliation des autres actionnaires. La perte qu'ils enregistrent comme actionnaires n'est en effet pas automatiquement compensée par les gains réalisés en tant que *stakeholders* (par exemple fournisseur ou client) : cela dépend de leur part dans le rendement de l'entreprise (dividendes et gains en capital), comparée à leur part dans les fournitures ou les achats totaux de l'entreprise (ou, s'il s'agit d'autres parties intéressées, de leur part dans tout transfert qu'ils imposent à l'entreprise). Par conséquent, en cas d'augmentation du prix des *inputs*, tout actionnaire dont la part dans le profit total de l'entreprise est inférieure à sa participation dans les achats de l'entreprise gagnera davantage en tant que *stakeholder* qu'il ne perdra en tant qu'actionnaire. Si de tels actionnaires/intéressés détiennent collectivement un pouvoir de contrôle dans l'entreprise, ils seront incités, même en l'absence de collusion, à utiliser leurs droits de vote pour manipuler le prix des *inputs* dans leur propre intérêt. Il ne s'agit plus alors d'un problème de principal/agent, mais d'un problème de principaux/principaux.

L'origine du problème ne tient pas à l'existence d'un groupe de contrôle concentré (de type germano-japonais), mais à l'inégalité entre les actionnaires quant à la détention relative d'actions et d'intérêts annexes. Si les fournisseurs et les acheteurs détenaient collectivement 100 % des actions, chacun en proportion exacte de sa part dans les achats et les ventes de l'entreprise, le problème ne se poserait pas – même si un seul agent étranger à l'entreprise envisageait de devenir actionnaire –. Alors que la concentration peut faciliter l'émergence d'un groupe de contrôle, le conflit entre actionnaires et *stakeholders* peut apparaître même dans le cas d'un actionnariat dispersé et en l'absence de collusion : il suffit que chacun se consacre uniquement à la satisfaction de son intérêt propre (ENCADRÉ 1).

Si l'on appelle "équilibrée" une participation au capital égale à la proportion des *inputs* fournis à l'entreprise, le conflit entre actionnaires et autres parties intéressées apparaît en général non en raison du contrôle par les *stakeholders*, ni

16. Le contrôle pyramidal des entreprises (par lequel une entreprise A contrôle une plus grande société B, qui contrôle elle-même une firme C de plus grande taille, etc.) crée un effet de levier sur le contrôle des actionnaires qui ne détiennent pas directement une majorité d'actions. On obtient un effet similaire avec le système des participations croisées. Nous ferons référence dans cet article aux pouvoirs de contrôle sans nous préoccuper de la manière dont ils peuvent être obtenus.

17. Sur l'Etat comme *stakeholder*, voir Cusan, 1994.

Le risque de conflit entre actionnaires

Imaginons une entreprise louant une terre homogène à un groupe d'actionnaires qui en détiennent collectivement une capacité de contrôle. Avant de conclure précipitamment que les propriétaires de la terre ont intérêt à lui imposer un loyer élevé, il faut considérer la répartition relative des actions et des terres louées à l'entreprise. Soit le i ème actionnaire – *stakeholder* fournissant une quantité de terre L_i (sur une quantité totale louée à l'entreprise L), et détenant K_i actions (sur un total de K). Imposer un prix h supérieur au loyer prévalant sur le marché w rapportera un gain $(h - w) \times L_i$ au fournisseur et imposera une perte $(h - w) \times L_i \times K_i/K$ à l'actionnaire, soit un effet net :

$$(1) \quad f = (h - w) \times (L_i - L \times K_i/K)$$

qui, puisque $(h - w)$ est supposé positif, sera un gain net tant que

$$(2) \quad L_i/L > K_i/K$$

Tout propriétaire de terre participant davantage au capital de l'entreprise qu'à la location de la terre à l'entreprise perdra davantage comme actionnaire – du fait que le loyer est supérieur aux prix du marché – qu'il ne gagnera comme propriétaire.

On peut avancer une proposition similaire dans le cas où des parties prenantes disposant d'une capacité de contrôle fournissent à l'entreprise un *input* homogène tel le travail en quantité L , supérieure à la quantité \hat{L} qui égalise le prix w et la productivité marginale. Soit y' le rendement marginal dans l'entreprise des unités excédentaires $(L - \hat{L})$ avec $y' < w$, et c le coût d'opportunité du travail. Le maintien d'une offre excédentaire rapporte à chaque *stakeholder* fournissant une quantité L_i un gain brut $(L - \hat{L}) \times (w - c) \times L_i/L$, et une perte brute $(L - \hat{L}) \times (w - y') \times K_i/K$

Supposons :

- i) que le coût d'opportunité de l'*input* soit identique dans et hors de l'entreprise ($c = y'$);
- ii) que chaque unité de L ait une probabilité identique de se trouver en surnombre si l'offre est réduite à \hat{L} et si la sur-utilisation prend fin;
- iii), qu'il y ait indifférence au risque de licenciement en cas de maintien du niveau de revenu.

Le gain net g de la sur-utilisation de L est alors :

$$(3) \quad g = (L - \hat{L}) \times (w - c) \times (L_i/L - K_i/K)$$

S'il y a sur-utilisation ($L - \hat{L} > 0$) et prix supérieur au coût d'opportunité ($w - c$) – sans lequel la sur-utilisation de l'*input* n'est pas dommageable – g est positif tant que la condition (2) est respectée. Dans ce cas, les *stakeholders* qui participent moins au capital de l'entreprise (K_i/K) qu'à la fourniture de l'*input* (L_i/L) auront intérêt à maintenir leur offre excédentaire d'*input* à l'entreprise.

Par conséquent, le risque de spoliation entre actionnaires, qu'elle prenne la forme d'un prix trop élevé ou d'une utilisation excessive des *inputs* fournis par certains d'entre eux, apparaît uniquement quand une capacité de contrôle est exercée par des parties prenantes qui, individuellement, participent moins au capital de l'entreprise (ou plutôt à son rendement) qu'à la fourniture d'*inputs* (ou tout autre enjeu pertinent).

même de la détention majoritaire des actions de l'entreprise par le groupe, mais plus précisément en raison du fait que le contrôle est entre les mains d'actionnaires dont la participation est "sous-équilibrée", parce qu'elle est inférieure à leur part relative dans la fourniture d'*inputs*. Lorsque cette situation se présente, il n'est pas nécessaire qu'existe une collusion antérieure entre les actionnaires dont la part est inférieure à l'équilibre ; il suffit que ces derniers soient actifs et utilisent leurs droits de vote pour leur intérêt propre. Ainsi, le problème ne provient pas de la concentration de l'actionariat qui au contraire réduit le risque d'apparition du conflit entre actionnaires et *stakeholders* (c'est un autre avantage du modèle germano-japonais). Il provient de l'inégalité des positions relatives individuelles des actionnaires et des autres parties intéressées.

Toutes les limitations formelles ou informelles au pouvoir des actionnaires et/ou managers qui pourraient se maintenir au cours de la transition interféreront nécessairement avec les mécanismes standard du *Corporate Governance*. En particulier, l'existence d'actions sans droit de vote élève la probabilité que des actionnaires "sous-équilibrés" puissent exercer leur contrôle.

Dans la pratique, il est probable cependant que, tant que des *stakeholders* "sous-équilibrés" détenant une capacité de contrôle dans l'entreprise, ne sont ni salariés ni managers, le risque de spoliation entre actionnaires est peu probable : le fait que d'autres entreprises soient *stakeholder* accroît la profitabilité d'une fusion entre l'entreprise en question et ses fournisseurs, ou celle d'une OPA ; ou la probabilité d'OPA de la part de tiers. Les fusions verticales avec les clients, ou avec les fournisseurs (d'un *input* qui ne soit pas le travail), ou les fusions horizontales avec des concurrents, permettent d'internaliser intégralement les externalités produites par les *stakeholders*, et par conséquent d'assurer que les actionnaires sans capacité de contrôle ne souffriront pas d'actions inefficaces de l'entreprise.

Dans les économies en transition, il ne semble pas y avoir de fusions significatives entre entreprises, ni de conflits entre actionnaires et *stakeholders* sauf lorsque l'actionariat des salariés est étendu.

Actionariat des salariés et contrôle

D'une manière générale, la détention d'un pouvoir – qui ne donne pas cependant de capacité de contrôle – par les managers et les salariés dans leur propre entreprise peut être considérée comme une évolution positive : elle encourage la productivité, de meilleures relations de travail, la démocratie économique ; la diffusion de l'actionariat des salariés est d'ailleurs encouragée par la Communauté européenne (Uvalic, 1991). Mais il faut avoir conscience que l'acquisition d'une capacité de contrôle par des actionnaires "sous-équilibrés" peut provoquer des effets négatifs.

Les salariés forment une catégorie particulière de *stakeholders* : lorsqu'ils sont actionnaires majoritaires, ils gagnent potentiellement à élever leurs revenus au dessus de ceux qui prévalent sur le marché ; or il ne sont pas soumis à la discipline des prises de contrôle et des fusions verticales indiquées plus haut. En dernière analyse, le travail est fourni par des individus, non par des entreprises. Par conséquent, si les salariés-actionnaires détiennent un *pouvoir de contrôle*, ils sont

au moins fortement tentés de s'octroyer des revenus supérieurs, et/ou d'imposer à l'entreprise un sur-emploi ; leurs seules contraintes objectives sont le risque de faillite et l'investissement minimum nécessaire au maintien de la viabilité de l'entreprise. La première contrainte n'empêche pas que les salariés s'approprient la valeur actuelle de l'entreprise, en spoliant les autres actionnaires. La contrainte d'investissement peut assurer le maintien d'un capital positif minimum, mais n'empêche pas une consommation de capital supérieure à ce minimum. C'est une des raisons essentielles pour lesquelles la propriété et le contrôle des salariés, biens que parfaitement légaux dans les économies de marché, sont l'exception et non la règle¹⁸.

Dans le cas de l'actionnariat des salariés, une distinction essentielle doit être établie entre les salariés et les managers. En premier lieu, les managers sont exposés aux mêmes problèmes que les salariés quand ils peuvent décider seuls de leurs rémunérations ; toutefois, on peut penser qu'en général, ils influencent leurs propres revenus collectivement, entre les entreprises et non au sein des entreprises, par collusion tacite. En outre, les managers/actionnaires, tout en poursuivant leurs propres objectifs, auront d'autant plus tendance à se comporter comme un propriétaire unique qu'ils détiendront davantage d'actions. La rémunération des managers par actions, et plus particulièrement par options, est d'ailleurs utilisée de manière extensive, précisément pour assurer qu'ils se comportent dans l'intérêt des actionnaires. Dans les économies en transition, cet aspect de la motivation des managers pourrait être particulièrement important : l'imperfection du marché des compétences managériales (Jones & Kato, 1994) et par conséquent le manque d'intérêt des managers pour leur réputation, peuvent en effet encourager des comportements de prédation de leur part (Cusan, 1994).

Deuxièmement, les salaires des managers peuvent être totalement déconnectés des niveaux de salaire au sein de l'entreprise ; dans ce cas, les managers se comporteront comme des étrangers à l'entreprise.

Troisièmement, dans le cas où une composante de leur salaire est directement reliée au salaire moyen de l'entreprise par le biais d'un coefficient (formel ou informel), c'est ce coefficient qu'il faudra considérer comme le Li/L des managers, et comparer avec leur Ki/K (ENCADRÉ 1). Il est probable que les managers soient des actionnaires plus importants que la moyenne ; le plus vraisemblable est que cette part relative au capital de l'entreprise soit supérieure à leur poids dans la masse salariale (pour la part de leur rémunération reliée au salaire). Par conséquent, le risque de sur-rémunération ou de sur-effectif ne dépend pas de la présence d'un pouvoir de contrôle détenu par les managers et les travailleurs, mais de celle d'un intérêt détenu dans les travailleurs "sous-équilibrés".

L'actionnariat des salariés peut cependant présenter un avantage : il est possible en effet que les actionnaires-salariés acceptent un salaire inférieur à la normale – pour des raisons différentes, selon qu'ils sont ou non "sous-équilibrés" –. Dans le cas où la condition (2) de l'ENCADRÉ 1 n'est pas remplie, les salariés peuvent anticiper qu'ils compenseront directement leurs pertes actuelles par des dividendes ou des gains en capital futurs supérieurs. Si la condition (2) est remplie, et si l'entreprise est au bord de la faillite, les actionnaires peuvent espérer récupérer

18. Il existe naturellement d'autres raisons, comme le manque de capital et de *collatéral* ; ou la double exposition au risque, à la fois pour le revenu et le capital, et par conséquent un accès limité au crédit (Nuti, 1995).

indirectement leurs pertes de revenus actuelles par des revenus et/ou un emploi futurs supérieurs, qu'ils sont en mesure d'assurer s'ils détiennent un pouvoir de contrôle. Dans ce cas, les salariés choisissent de différer l'exercice de leur pouvoir – accroissant ainsi l'emploi à court terme –. Ce résultat peut sembler identique à celui qu'apporte la flexibilité des revenus – c'est ainsi que R. Layard (1995) l'analyse – mais il est en réalité différent : il correspond en effet à un partage du travail au niveau de l'entreprise accompagné d'une forte dispersion des revenus au niveau du pays ; il s'agit donc davantage d'une rigidité de l'emploi plutôt que d'une flexibilité du salaire, qui fait obstacle au redéploiement du travail, et qui est donc potentiellement inefficente.

Lorsque se produit un conflit entre salariés-actionnaires et autres actionnaires, de nouveaux instruments sont nécessaires pour éviter l'exploitation entre actionnaires. Une solution est d'imposer à tout salarié désirant devenir actionnaire de son entreprise de détenir une part de capital au moins aussi élevée que sa propre part dans la masse salariale totale (qui inclut les rémunérations liées à un salaire moyen ou à un salaire de base, ce qui implique que cette condition vaut également pour les managers). En d'autres termes, la condition (2) de sous-équilibre doit être évitée. La privatisation de Rhône-Poulenc, dont les managers seniors ont dû acquérir une part du capital de l'entreprise au moins égale à une année de salaire, semble aller dans ce sens¹⁹.

Il est possible toutefois que cette disposition ne suffise pas à éviter le sur-emploi, compte tenu des réserves indiquées plus haut : aversion pour le risque de licenciement, à revenus moyens anticipés inchangés ; et/ou probabilité élevée de licenciement dans certains groupes ; en particulier, coûts d'opportunité du travail supérieurs dans l'entreprise qu'au dehors. Le jeu de ces facteurs peut contribuer au maintien des sureffectifs, même si la condition (2) n'est pas respectée. Une autre condition doit alors être énoncée : les salariés licenciés doivent avoir droit à un supplément de rémunération qui leur assure un niveau de revenu inchangé, une fois sortis de l'entreprise, qu'ils trouvent un autre emploi ou qu'ils soient chômeurs. Cette disposition implique que les salariés licenciés conservent un accès aux services sociaux de l'entreprise. Une telle générosité peut être coûteuse, mais tel serait aussi le cas si l'on maintenait la situation de sureffectif ; cette clause présente en outre l'avantage d'élever la mobilité générale du travail et de contribuer par conséquent au redéploiement de l'emploi et à la réduction du chômage, si ce n'est à court terme, du moins à moyen terme.

Supposons cependant que, dans un pays donné, l'actionnariat des salariés qui prévaut soit défavorable en termes de *Corporate Governance*. Que se passera-t-il ? L'entreprise contrôlée par ses salariés exhibera une instabilité institutionnelle fondamentale, ce qui laisse penser qu'elle représentera une forme transitoire de propriété et d'entreprise, destinée à disparaître assez rapidement. Trois possibilités peuvent être envisagées. Soit les salariés-actionnaires "sous-équilibrés" disparaissent en nombre suffisant pour que les salariés-actionnaires restants perdent collectivement leur pouvoir de contrôle ; soit les actionnaires extérieurs quittent l'entreprise qui redevient alors une forme de coopérative ; soit enfin, l'entreprise se rétracte par manque de capital-risque et de crédits. Par conséquent, l'entreprise détenue par ses salariés, à moins d'être docile, est littéralement destinée à être une

19. L'auteur remercie Marie Lavigne pour cette information.

forme transitoire d'entreprise – dans une économie en transition comme dans une économie de marché.

La propriété détenue par les salariés durant la transition

La dernière chose que les dirigeants post-communistes – de Balcerowicz à Gaïdar – auraient voulu promouvoir initialement est bien l'émergence de formes significatives d'actionnariat des salariés, qui sont apparues presque partout. La nécessité de mettre en œuvre une transition rapide et douce, et les mesures de politique économique qui en ont découlé, expliquent partiellement ce résultat apparu cependant aussi par défaut.

Une série de raisons expliquent la nécessité de mettre en place un actionnariat des salariés (Nuti, 1994) :

- la nécessité de dédommager les salariés pour l'abandon de l'autogestion (notamment en Pologne, bien sûr en Yougoslavie, et dans une moindre mesure en Hongrie) ;
- la transformation des coopératives de l'ancien secteur public en entreprises dirigées par des officiels élus et indépendant des organes centraux – si cette transformation s'était accompagnée d'une distribution d'actions aux salariés ;
- la volonté de gagner l'adhésion des salariés à la transition, malgré leurs inquiétudes à propos de ses effets à court terme sur le chômage de masse.

Mais un actionnariat des salariés est également apparu spontanément en raison de :

- la valeur faible et parfois négative (compte tenu des taux de salaires en vigueur, mais pas des revenus de participation, plus flexibles) de certaines entreprises publiques, qui n'auraient pas trouvé d'autre acquéreur ;
- la pénurie de capital domestique qui plaçait les salariés (spécialement en raison de l'information interne dont ils disposaient) dans une bonne position face aux autres investisseurs nationaux, alors que les acheteurs extérieurs étrangers provoquaient fréquemment des réactions xénophobes ;
- l'inclinaison naturelle des salariés et des managers, en l'absence d'information sur les autres entreprises et les autres régions, à tout simplement choisir automatiquement l'entreprise qu'ils connaissent le mieux, qui fournit leurs moyens de subsistance, ou tout au plus des entreprises de la même région, ce que l'on pourrait appeler une "balkanisation de la propriété".

En Pologne, les rachats d'entreprise par les salariés et les managers ont été la voie la plus rapide de la privatisation : la privatisation de "liquidation", c'est-à-dire par revente des actifs et dissolution de la société antérieure, viable, (à ne pas confondre avec la liquidation d'entreprises insolubles) a permis environ 1500 rachats jusqu'à la mi-1994 (les autres entreprises publiques privatisées par cette méthode ont été pour la plupart vendues à des acquéreurs étrangers). Les rachats ont joué un grand rôle dans la privatisation en Ukraine, ainsi qu'en Roumanie, où, à la mi-1994, près de 98 % de l'ensemble des entreprises d'Etat privatisées ont été rachetées par les salariés et managers. En Hongrie, c'est environ 5 % de la valeur estimée du stock de capital collectivisé qui doit être distribué aux salariés par le

biais de différents types d'opérations. L'actionnariat des salariés peut se développer également, à l'exception de la République tchèque, par le biais des programmes de privatisation de masse : il apparaît alors soit comme le résultat des décisions d'investissement des détenteurs de coupons, même en l'absence de conditions favorables au rachat des entreprises par les salariés ; soit comme l'effet de la politique du gouvernement. Ainsi, en Mongolie, les *insiders* ont fini par détenir 45 % des entreprises. En Russie, le programme de privatisation de masse a donné à tout adulte la possibilité de devenir actionnaire ; selon l'"option 2" de privatisation des entreprises, les salariés/managers pouvaient acquérir jusqu'à 51 % des actions avec droit de vote, à un prix égal à 1,7 fois leur valeur comptable, ce qui, compte tenu de l'inflation rampante, était généralement une offre généreuse, en dépit d'une capacité productive souvent inadaptée²⁰. Ces options auraient été levées dans plus de 80 % des privatisations en Russie (Ash & Hare, 1994) ce qui justifie le commentaire de G. Yavlinski cité plus haut.

En effet, l'option 2 russe, accordant initialement plus de 50 % du capital à virtuellement tous les salariés, doit nécessairement créer le type de conflit entre *stakeholder*/actionnaire que nous avons étudié *supra*, car des actionnaires "sous-équilibrés" possèdent un pouvoir de contrôle, sauf si les actions détenues par les managers et des acquisitions supplémentaires d'actions permettent de supprimer le pouvoir des actionnaires "sous-équilibrés". Ce n'est pas un hasard si le comité de la propriété d'Etat était favorable aux options 1 et 3, craignant précisément que les salariés, détenant la majorité des votes, ne décident des salaires excessifs et un réinvestissement trop faible, tandis que les investisseurs extérieurs hésiteraient à investir dans une entreprise contrôlée par ses salariés (Chubaïs & Vishnievskaja (1993), cités par Bornstein). En revanche, l'option 2 avait apparemment la préférence à la fois des managers qui prévoient que les salariés voteraient comme eux, et des salariés, qui, craignant un contrôle externe, pensaient que les managers protégeraient l'emploi. Lorsqu'ils ont craint que les salariés ne les soutiennent pas, les managers semblent avoir préféré l'option 1 ; de même que les salariés quand ils ne pouvaient se permettre de récuser les managers (entreprise relativement intensive en capital et/ou non-profitable).

Les observations empiriques

L'analyse empirique de la propriété et des performances des entreprises dans les économies en transition, encore peu abondante, s'accumule petit à petit. Dans son ensemble, elle reflète un intérêt pour les performances économiques relatives de différents types d'entreprises, y compris celles des entre-

20. Les actions pouvaient être payées en partie en argent, et en partie en coupons (à hauteur de 50 %, puis de 80 %). Dans l'option 1, 25 % des actions étaient distribuées gratuitement ; ces actions étaient sans droit de vote à moins d'être vendues, et jusqu'au moment de la vente. En outre, cette option prévoyait une option d'achat ultérieure d'actions avec droit de vote (10 % pour les salariés et 5 % pour les administrateurs civils), avec une remise de 30 %. L'option 3 concernait uniquement les entreprises de taille moyenne (plus de 200 salariés et un capital fixe compris entre 1 et 50 millions de roubles). Soumis à l'approbation d'au moins deux tiers des collectifs de travailleurs, un groupe de salariés et de managers entreprend, avec le Fonds de propriété approprié, la restructuration de l'entreprise. Celle-ci doit avoir lieu en une année, et respecter un plan spécifiant le niveau d'emploi à préserver. En cas de succès, le groupe obtient 20 % des actions avec droit de vote à leur valeur comptable, les autres salariés et managers pouvant acquérir 20 % des actions avec une remise de 30 %. Compte tenu de ces trois options, le reste des actions devait être vendu aux enchères publiques à des nationaux et des étrangers.

prises détenues par leurs salariés par rapport aux entreprises publiques, aux entreprises publiques privatisées et aux entreprises privées (par exemple, sur la Pologne, voir Pinto & alii (1993); sur la Russie, voir KPMG-CERT, 1993; Boeva & Dolgopiatova, 1993; Bergstrom, 1994). Ces travaux, qui se concentrent souvent sur l'actionnariat des salariés pendant la transition (Earle & Estrin, 1995), ont une grande valeur mais ils ne sont pas directement consacrés aux questions de *Corporate Governance*.

Les données disponibles sur la structure de la propriété, et en particulier sur la part de la propriété détenue par les salariés, tendent à présenter en bloc les salariés et les managers (par exemple, Ash & Hare (1994) sur la Russie). Dans tous les cas, les travaux tendent à étudier les implications liées à l'existence d'un pouvoir de contrôle des managers et/ou des salariés, sans vérifier si ce pouvoir est détenu par les actionnaires "sous-équilibrés"²¹.

Le fait que les données ne sont pas disponibles sous la forme requise pour étudier rigoureusement les questions de *Corporate Governance* est en partie dû à des difficultés objectives. Il est déjà suffisamment difficile de distinguer les salariés et les managers parmi les actionnaires, pour en outre mesurer et comparer leurs parts individuelles relatives dans le rendement du capital de l'entreprise et dans les rémunérations liées au salaire. De plus, le fait qu'une part donnée du capital détenue par des actionnaires "sous-équilibrés" confère ou non une capacité de contrôle dépend de la distribution des actions parmi les actionnaires, du degré d'activité, de la perception de l'intérêt propre etc... Il n'y a pas en particulier de seuil minimum. En restant réaliste, la seule chose sur laquelle on pourrait compter serait une réponse sincère des managers à la question : les salariés actionnaires sont-ils une contrainte sur leurs décisions ? Si même ce type d'enquête n'est pas disponible, c'est probablement que la classification des entreprises reposant simplement sur l'actionnariat des salariés est inadaptée : il faudrait établir une distinction entre le cas où les salariés actionnaires "sous-équilibrés" détiennent un pouvoir de contrôle et les autres cas. Ce que l'on peut par conséquent inférer des données disponibles est très mince ; l'inadaptation des données est peut être la meilleure explication du caractère peu concluant des résultats disponibles.

En Russie, "la souscription fermée aux salariés, suivie d'un système de coupons ouvert, a permis aux parties prenantes internes – salariés et managers – d'acquérir des actions dans les entreprises russes récemment privatisées. En moyenne, selon les différentes options, (...) les *insiders* détiennent 60 à 70 % du capital des entreprises privatisées" (Lieberman & Nellis, 1994). D'autres signes de ce problème existent. Ainsi Bergstrom (1994) rapporte que, selon des documents officiels du comité d'Etat russe pour la gestion de la propriété d'Etat (GKI), les *insiders* détiennent en moyenne 56 % des actions des entreprises étu-

21. Sur la Russie, voir Bergstrom, 1994; Blasi, 1994; Linz, 1994; Earle, Estrin & Leshchenko, 1995; sur la Hongrie et la Pologne, Takla, 1995; sur la Hongrie, la Pologne, la République tchèque, la Roumanie et la Russie, Earle & Estrin, 1995; sur la Mongolie, Korsun & Murrell, 1994a et b.

diées"; 78 % des entreprises totalement privatisées ont choisi l'option 2, ce qui représente en moyenne 61 % du stock des actions avec droit de vote (les *insiders* ont pu acheter des actions supplémentaires aux enchères de coupons dans quatre cas seulement, car les investisseurs externes ont surenchéri). Dans un cas, le directeur général a déclaré détenir 38 % du capital; dans les autres cas, le personnel de management en détenait entre 5 et 23 %; dans un grand nombre de cas, l'investisseur externe le plus important ne détenait pas plus de 1 à 2 % du capital total. La plus grosse mise d'un investisseur externe seul s'élevait à 31 % du capital. Les *VIF* (*Voucher Investment Funds*: fonds d'investissement en coupons) détenaient entre 1 et 8 % des actions. Pistor (1993) (cité par Earle, Estrin & Leshenko, 1995), rend compte d'un échantillon de 36 entreprises russes privatisées à la fin 1992 et au début de 1993, et trouve que, dans l'ensemble, les salariés ont reçu en moyenne 61,8 % de toutes les actions (57 % des actions avec droit de vote), alors que les autres investisseurs n'en ont reçu en moyenne que 19 % et les Fonds de propriété d'Etat 19,1 %. Il ne fournit pas de données sur la répartition de la propriété entre *insiders*. Une étude de la Banque mondiale d'octobre 1993 (citée par Earle, Estrin & Leshenko, 1995) portant sur 92 entreprises privatisées dans les *oblasts* de Moscou et de Vladimir, rapporte que les managers détenaient 17 % et les salariés 61 % du total des actions (y compris sans droit de vote).

Blasi (1994) rend compte d'une étude de 127 entreprises privatisées russes, dont 90 % étaient détenues en majorité par les salariés: ceci correspond à une moyenne de 65 % pour tous les *insiders* (et une médiane de 60 %: peu d'entreprises avec une faible propriété des *insiders*), alors que les managers plus haut placés détenaient une moyenne de 8,6 % (médiane de 5 %) de toutes les actions (y compris sans droit de vote).

En République tchèque, les salariés et les managers n'ont guère été incités à acquérir des actions de leurs propres entreprises. En Hongrie, la loi de juin 1992 sur l'actionnariat des salariés et le "programme d'auto-privatisation" ont ouvert des opportunités à l'actionnariat des salariés. Il y a eu 184 privatisations par actionnariat de salariés jusqu'à la fin de septembre 1994 (impliquant au moins 40 % de salariés) et on estime que 187 entreprises sur 435, soit 43 % du programme d'auto-privatisation, ont conduit à des rachats, essentiellement par les salariés. Cependant, dans la plupart des cas, la propriété ou le contrôle par les managers domine en réalité. En Pologne, les trois quarts environ des entreprises privatisées par "liquidation" étaient sous le contrôle des salariés, dont 50,8 % en moyenne étaient détenues par les salariés et les managers (Earle & Estrin, 1995); il est généralement admis que, dans ce cas aussi, la part de ces derniers est nettement dominante. L. Takla (1995) rend compte d'une étude de la Banque mondiale portant sur 200 entreprises hongroises ou polonaises, où tous les employés avaient une "participation" de 100 % dans respectivement 2,6 et 5,7 % des cas; entre 50 et 100 % respectivement, dans 8,4 et 5,7 % des cas; entre 0 et 50 % dans 23,9 et 8,3 % des cas. Cependant le modèle de propriété ne semble pas créer de différence significative sur les indicateurs de performance des entreprises.

En Roumanie, un programme destiné à accélérer les rachats par les salariés et les managers a été lancé au début de 1993 par le Fonds de propriété d'Etat roumain; à la mi-1994, près de 600 entreprises ont été privatisées, pour la plupart

vendues à 100 % à leurs salariés. Une étude de la *CEU* portant sur 66 de ces entreprises indique qu'en moyenne, les salariés détiennent 96 % des actions dans les 58 entreprises pour lesquelles l'information est disponible, bien que la distribution des parts entre les salariés fasse preuve d'une variance considérable. Dans les entreprises privatisées rachetées par leurs salariés et managers, la négociabilité des actions est limitée de manière assez considérable, mais seulement jusqu'à ce que ces actions soient entièrement payées (Earle & Estrin, 1995).

Le maintien de l'emploi a compté énormément dans les entreprises privatisées russes : "très peu ont jusqu'à présent réduit leur force de travail. (...) les salariés ont désormais une influence potentielle considérable sur la direction des affaires du fait de leur participation à la propriété. En ce sens, la privatisation peut avoir simplement retardé, plutôt que facilité, la nécessaire restructuration des entreprises" (Ash & Hare, 1994, p. 631). Cela est possible, mais ne découle pas nécessairement des données fournies par Ash & Hare : ces derniers tiennent en effet pour acquis que la détention d'un pouvoir de contrôle par les salariés – qu'ils considèrent en bloc avec les managers – conduit dans tous les cas au sureffectif et à des salaires supérieurs à ceux du marché.

En Russie, dans les entreprises privatisées comme dans ce qui reste des entreprises publiques, des rémunérations moyenne et marginale faibles accompagnent en général les niveaux d'emploi relativement élevés (compte tenu de la restructuration nécessaire), bien que Linz (1994) rapporte que l'offre de services sociaux semble d'autant plus élevée que les salariés détiennent une plus grande part du capital total. Il reste à voir d'où provient cette compensation particulière entre emploi et salaire : est-elle la conséquence d'un choix délibéré et non contraint des salariés-proprétaires en situation de contrôle ? Ou bien le résultat des décisions de managers qui, possédant une capacité de contrôle, choisiraient ce type de compensation pour réduire l'opposition sociale à leur action ? Ou encore – d'une manière ou d'une autre – une caractéristique particulière de conditions dominantes proches de la banqueroute (comme le suggère la pénurie généralisée d'investissement, voir Ash & Hare, 1994) ? Boeva & Dolgopiatova (1993) ont étudié 10 entreprises (y compris des entreprises publiques) de 200 à 1200 salariés au cours du printemps 1992. Ils trouvent que dans la majorité des cas, la priorité des managers était la préservation de l'emploi, du niveau des salaires, et des autres avantages (logement, prêts privilégiés, etc.), souvent financés par un dépouillement des actifs. Selon l'un des managers "il faut laisser vivre les gens".

C onclusion

Cet article inclut dans le *Corporate Governance* les deux problèmes qui apparaissent dans les entreprises modernes du fait de la délégation des fonctions managériales à des dirigeants, et de l'existence d'une propriété multiple. Le premier problème concerne le contrôle des actionnaires sur l'activité discrétionnaire des managers ; le second la solution des conflits entre les actionnaires qui sont aussi des *stakeholders* et le reste des actionnaires.

En général, un conflit découle non pas du fait que les *stakeholders* détiennent une majorité du capital de l'entreprise, ni même en raison d'une situation de

contrôle, mais plus précisément du fait que ce contrôle est entre les mains de *stakeholders* qui détiennent moins qu'une part "équilibrée". Celle-ci est définie, pour une catégorie donnée de *stakeholders*, comme la participation au capital de l'entreprise (ou, à strictement parler, au *rendement* du capital de l'entreprise) égale à la part relative dans les transferts explicites ou implicites de l'entreprise à cette catégorie de *stakeholders*. Quand ce conflit apparaît, il peut conduire à des transferts de l'entreprise aux *stakeholders* détenant une capacité de contrôle trop élevée par rapport à ce qu'impliquerait le respect des conditions du marché ; dans le cas des salariés, ou de tout autre fournisseur de l'entreprise, il prend la forme d'un emploi et d'une rémunération excessifs, supérieurs à ce qu'impliquerait un comportement de maximisation du profit selon les prix du marché. Cela permet aux *stakeholders* de s'appropriier l'intégralité de la valeur actuelle de l'entreprise ou, quelle qu'en soit l'étendue, de tout paiement supérieur au minimum en assurant la viabilité, ce qui spolie de fait les actionnaires étrangers. Le seul risque d'apparition de ce comportement empêche tout accès au capital-risque, et même au crédit non garanti.

Dans le cas de l'actionnariat des salariés, une distinction essentielle doit être établie entre salariés et managers. Les revenus des managers peuvent être totalement déconnectés des niveaux de salaire dans l'entreprise ; dans ce cas, plus les managers détiennent d'actions, et plus ils sont incités à se comporter comme des "étrangers" (à moins qu'ils n'aient une influence significative sur leurs propres revenus). Même si une partie de leur rémunération est directement reliée au salaire moyen dans l'entreprise, il est très probable que les managers détiendront beaucoup plus d'actions que les actionnaires moyens ; par conséquent il est probable qu'ils détiendront une part du capital de l'entreprise supérieure à leur part dans la masse salariale totale.

L'actionnariat des salariés est particulièrement problématique pour le *Corporate Governance* quand la part des salariés en tant que tels, et non les managers, au capital de l'entreprise leur donne une capacité de contrôle qui est plus diluée que la masse salariale. L'"option 2" russe, accordant initialement plus de 50 % du capital à virtuellement tous les salariés, risque précisément de créer ce problème, à moins que les actions détenues par les managers, ainsi que d'autres achats d'actions, ne suppriment le pouvoir de contrôle des actionnaires "sous-équilibrés". Il n'est pas nécessaire qu'existe une collusion préalable de la part des actionnaires "sous-équilibrés" ; il suffit qu'ils soient actifs et qu'ils exercent leur droit de vote dans leur propre intérêt.

De manière générale, un conflit possible entre les actionnaires-*stakeholders* et les autres actionnaires peut être résolu par la fusion – profitable – entre l'entreprise en question et l'entreprise qui a (ou qui prend à son compte) la fonction de ces *stakeholders*. Le travail est cependant, ici, un *input* intermédiaire particulier, investi dans une personne, pour lequel ce type de solution n'est pas possible. Dans ce cas, on peut envisager une solution simple : imposer aux *stakeholders* désirant entrer dans le capital de l'entreprise la détention d'une part minimale de capital, ne pouvant être inférieure à leur participation en tant que *stakeholder* dans l'ensemble de l'enjeu en cause. Ainsi, les salariés devraient détenir une part du capital de la compagnie au moins égale à leur part dans la masse salariale de l'entreprise.

Une entreprise contrôlée par des salariés qui sont également des actionnaires "sous-équilibrés" est sujette à une instabilité institutionnelle inhérente : le contrôle des salariés s'atténue au fur et à mesure que l'actionnariat se consolide au sein de l'entreprise ; que les actionnaires cessent d'être salariés (retraite, départ volontaire ou non) et/ou cessent d'être des actionnaires "sous-équilibrés" (en vendant leurs actions à des non-salariés, ou à d'autres salariés qui deviennent alors, s'ils ne le sont pas déjà, des actionnaires "sur-équilibrés"). L'autre terme de l'alternative est pour l'entreprise qui n'a pas accès au capital-risque, d'être mise en faillite à terme.

Certains managers d'entreprises russes ont commis des malversations grossières, voire sauvages, dont la presse financière a largement rendu compte en 1995. L'entreprise pétrolière Komineft a ainsi émis secrètement des actions gratuites, réservées à certains de ses actionnaires seulement. Les managers de l'entreprise d'aluminium de Krasnoyarsk ont rayé un actionnaire britannique (qui détenait 20 % du capital de l'entreprise) du registre de leurs actionnaires. Les managers de Primorsky, une des plus grandes compagnie maritimes, ont doublé le nombre total des actions émises et les ont vendues à sa filiale PriscoStocks, qui était sous leur contrôle direct, pour un prix égal à 0,5 % de celui du marché (la filiale a acheté l'intégralité des nouvelles actions émises, ce qui représente une part de 50 % dans l'entreprise, pour 90 000 dollars, alors que le marché évaluait l'entreprise à 36 millions de dollars). Apparemment, "l'émission non-autorisée de capital est une méthode qui se développe chez certains directeurs, qui tentent ainsi de retrouver le contrôle de leurs entreprises récemment privatisées. Jusqu'à présent, ces émissions d'actions ont été considérées comme légales (...)" (*Wall Street Journal*, 4 avril 1995).

Il est clair que ces pratiques – bien plus grossières et spectaculaires que les problèmes de délit d'initié dans les économies de marché "normales" – sont fatales à l'établissement du *Corporate Governance*. Cependant, elles ne sont qu'une toute petite partie, et une partie seulement, d'un problème bien plus large affectant les économies en transition : celui de l'établissement et du maintien de la loi et de l'ordre, de la protection des contrats, de la lutte contre le crime organisé. Il s'agit donc de bien davantage que d'une question particulière à la seule problématique du *Corporate Governance*.

D. M. N.

RÉFÉRENCES

- Aghion P., O. Blanchard & R. Burgess (1994), "The Behaviour of State Firms in Eastern Europe: Pre-Privatisation", *European Economic Review*, vol. 38, n° 6, pp. 1327-49.
- Alchian A. & H. Demsetz (1972), "Production, Information Costs and Economic Organisation", *American Economic Review*, décembre, vol. 62, n° 5, pp. 777-795.
- Ash T. N. & P. G. Hare (1994), "Privatisation in the Russian Federation : Changing Enterprise Behaviour in The Transition Period", *Cambridge Journal of Economics*, 18, pp. 619-634.
- Aslund A. & R. Layard (1993), *Changing the Economic System in Russia*, Pinter, Londres.
- Auerbach A. J. (1988), *Corporate Takeovers : Causes and Consequences*, University of Chicago Press, Chicago.
- Barca F. (1994), *Imprese in cerca di padrone : proprietà e controllo nel capitalismo italiano*, Laterza, Bari.

- Bergstrom L. (1994), "Corporate Governance in Newly Privatised Russian Enterprises : a Field Study", Osteconomiska Institutet-Stockholm Institute of East European Economics, *Working Paper* n° 80, Stockholm.
- Berle A. (1926), "Non Voting Stock and 'bankers' Control", *Harvard Law Review*.
- Berle A. A. & G. C. Means (1932), *The Modern Corporation and Private Property*, MacMillan, New York.
- Blanchard O., R. Dornbusch, P. Krugman, R. Layard & L. Summers (1991), *Reforms in Eastern Europe*, MIT Press, Cambridge Mass.
- Blasi J. (1994), "Ownership, Governance and Restructuring", in Lieberman & Nellis (Eds), 1994.
- Blinder S. (Ed.) (1990), *Paying for Productivity : A Look at the Evidence*, Brookings Institution, Washington.
- Boeva I. & T. G. Dolgopiatova (1993), "State Enterprises during Transition : the Formation of Strategies", *Conference paper*, Stockholm, juin.
- Bornstein M. (1994), "Russia's Mass Privatisation Program", in *Communist Economies and Economic Transformation*, vol. 6, n°4, décembre.
- Cadbury [Sir Adrian] Committee (1993), *Report on the Financial Aspects of Corporate Governance*, HMSO, London.
- Chandler A. D. Jr - (1977), *The Visible Hand*, Harvard University Press, Mass.
- (1990), *Scale and Scope*, Harvard University Press, Mass.
- Chubaš A. & M. Vishnievskaja (1993), "Main Issues of Privatisation in Russia", in Aslund & Layard (Eds.), 1993.
- Coffee J. C. (1994), *Investment Privatisation Funds : the Czech Experience*, Columbia University Law School, mimeo.
- Conte M. A. & J. Svejnar (1990), "The Performance Effects of Employee Ownership Plans", in Blinder, 1990, pp. 143-172.
- Corbett J. & C. Mayer (1991), "Financial Reform in Eastern Europe : Progress with the Wrong Model", *Oxford Review of Economic Policy*, vol. 7, n° 4, pp. 57-75.
- Cornelli F. & D. D. Li (1994), "Perverse Behaviour of State Enterprises Before Privatisation", *Seminar paper*, London Business School, septembre.
- Cusan A. (1994), *Corporate Control in Eastern Europe*, M.A. dissertation, Birkbeck College, Londres.
- de Cecco M. (1989), "Alternative Modes of Financial Organisation", in Christine Kessides & alii, 1989.
- de la Camara A. C. (1994), "The Role of Managers in the Process of Privatisation in Russia", *Conference paper*, Barcelone, août.
- Earle J. S. & S. Estrin (1995), *Employee Ownership in Transition*, London Business School, Londres, février.
- Earle J. S., S. Estrin & L. L. Leshchenko (1995), "The Effects of Ownership on Behaviour : Is Privatisation Working in Russia ?", London Business School, Londres, mars.
- Ellerman D. P. (1990), *The Democratic Worker-Owner Firm*, Unwin-Hyman, Boston.
- Franks J. & C. P. Mayer (1990), "Capital Markets and Corporate Control : a Study of France, Germany and the UK", *Economic Policy*, vol. 5, pp. 191-231.
- Franks J. and C. P. Mayer (1992), *Corporate Control : a Synthesis of the International Evidence*, mimeo, mai.
- Frydman R., S. Phelps & A. Rapaczynski (1993), "Needed Mechanisms of Corporate Governance and Finance in Eastern Europe", *Economics of Transition*, vol. 1, n° 2.
- Gray C. W. & R. J. Hanson (1993), "Corporate Governance in Central and Eastern Europe : Lessons

- from Advanced Market Economies", *Working Paper -Policy Research Department*, Banque mondiale, Washington.
- Hansmann H. (1990), "When Does Worker Ownership Work ? ESOPS, Law, Firms, Codetermination and Economic Democracy", *Yale Law Journal*, Vol. 99, n° 8, juin, pp. 1751-1816.
- Jackson M. (1994), "Property Rights, Company Organisation and Governance in the Transition", in Jackson & Bilsen (Eds), 1994.
- Jackson M. & V. Bilsen (Eds), (1994), *Company Management and Capital Market Development in the Transition*, LICOS Studies on the Transitions in Central and Eastern Europe, vol. 2.
- Jensen M. C. (1988), "Takeovers : their Causes and Consequences", *Journal of Economic Perspectives*, vol. 2, n° 1.
- Jensen M. & W. Meckling (1976), "Theory of the Firm : Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics*, vol. 3, pp. 305-360.
- Jones D. & T. Kato (1994), "The Determinants of Chief Executive Compensation in Transitional Economies : Evidence from Bulgaria", *Working Paper 94/8*, Hamilton College, Clinton, New York.
- Kessides C., T. King, D. M. Nuti & K. Sokil (Eds) (1989), *Financial Reforms in Socialist Economies*, Economic Development Policy Institute-Banque mondiale, An EDI Policy Seminar Report, Washington.
- Kornai J. (1992), *The Socialist System : the Political Economy of Communism*, Princeton University Press.
- Korsun G. & P. Murrell -(1994a), "Ownership and Governance on the Morning After : the Initial Results of Privatisation in Mongolia", *ASSA Boston Conference Paper*, University of Maryland, mimeo, février.
- (1994b), *The Politics and Economics of Mongolia's Privatisation Program : a Brief History*, University of Maryland, mimeo, avril.
- KPMG-CERT (1993), *A Study of the Russian Privatisation Process : Changing Enterprise Behaviour*, Heriot-Watt University and SovEcon, Moscou.
- Layard R. (1995), "Unemployment Policy : Did Russia Do It Right ?", *ASSA Conference Paper*, Washington, 6-8 janvier.
- Lazonik W. (1992), "Controlling the Market for Corporate Control : the Historical Significance of Managerial Capitalism", in *Industrial and Corporate Change*, vol. 1, n° 3.
- Lieberman I. & J. Nellis (Eds) (1994), *Russia : Creating Private Enterprises and Efficient Markets*, Banque mondiale, Washington.
- Linz S. (1994), "Production and Employment in Privatised Firms in Russia", *Comparative Economic Systems*, vol. 36, n° 3, automne.
- Marris R. (1966), *Managerial Capitalism*, MacMillan, Londres.
- Meade J. E. (1993), *Liberty, Equality and Efficiency - Apologia pro Agathotopia Mea*, Macmillan.
- Miyazaki H. (1993), "Employeeism, Corporate Governance and the J-Firm", *Journal of Comparative Economics*, vol. 17, n°2, juin.
- Nuti D. M. (1994), "Mass Privatisations : Costs and Benefits of Instant Capitalism", *CISME-London Business School Working Papers*, n°9, Londres, mai (à paraître in *Economic Systems*).
- Nuti D. M. (1995), *The Economics of Participation*, IRTI-IDB, Jeddah.
- Pinto B., M. Belka & S. Krajewski, "Transforming State Enterprises in Poland : Evidence on Adjustment by Manufacturing Firms", *Brookings Papers on Economic Activity*, vol. 1, pp. 213-270.
- Phillips J. B. (1972), *The New Testament in Modern English*, Collier Books, New York.
- Stiglitz J. (1994), *Whither Socialism ?*, Harvard University Press, Cambridge Mass.

- Takla L. (1995), "Issues of Corporate Governance in the Visegrad Countries", *Conference Paper*, BASEES, Cambridge, mars.
- Uvalic M. (1991), "The PEPPER Report : Promotion of Employee Participation in Profits and Enterprise Results in the Member States of the European Community", *Social Europe*, supplément n° 3.
- Vanek J. (1970), *The General Theory of Labor-Managed Market Economies*, Cornell University Press, Ithaca, NY.
- Ward B. M. (1958), "The Firm In Illyria : Market Syndicalism", *American Economic Review*, vol. 48, pp. 566-589.
- Weitzman M. (1991), *How Not To Privatise*, Conference Paper, Rome.