

Du capitalisme financier au renouveau de la social-démocratie

**Michel AGLIETTA¹ et Antoine
REBÉRIOUX²**

**Prisme N°5
Octobre 2004**

¹ Michel AGLIETTA est professeur à l'Université Paris-X, chercheur au FORUM et consultant auprès du Centre d'études prospectives et d'informations internationales (CEPII).

² Antoine REBÉRIOUX est maître de conférence à l'Université Paris-X et chercheur au FORUM.

Résumé

Ce texte montre que les scandales entourant la gestion de grandes sociétés cotées depuis l'année 2000 ne sont pas les accidents de parcours d'un capitalisme dominé par la finance de marché. Ils sont au contraire la manifestation la plus évidente des contradictions qui sont au cœur d'un régime de croissance financiarisé. Fondement du capitalisme financier, le postulat selon lequel l'entreprise doit être dirigée dans le seul intérêt de ses actionnaires est précisément son talon d'Achille. La liquidité des marchés financiers et le développement de l'épargne contractuelle gérée dans un souci de performance purement financière rendent illusoire le contrôle des entreprises par les actionnaires. L'instabilité chronique de la finance aggrave les carences de ce contrôle. Elle ouvre des opportunités à l'enrichissement personnel des dirigeants, les détournant de leur responsabilité à l'égard du collectif de l'entreprise. L'entreprise doit être dirigée comme une institution, où s'élabore une finalité commune à l'ensemble de ses parties prenantes et non comme un objet de droits de propriété. Cette avancée démocratique devrait également se traduire dans la gestion de l'épargne collective, de manière à réduire l'instabilité macro-financière. C'est à cette double condition qu'il est possible de remettre le capitalisme contemporain dans la voie du progrès social, conduisant ainsi à un renouveau de la social-démocratie.

Ce texte présente les conclusions du livre, *Dérives du capitalisme financier*, publié en octobre 2004 chez Albin Michel.

1. Introduction

La montée en puissance de la finance de marché, impulsée dès le milieu des années 1970, a largement remodelé les traits caractéristiques du capitalisme contemporain. Ce processus de financiarisation procède d'un double mouvement. Le premier est la décomposition des risques en facteurs élémentaires et leur quantification par des méthodes statistiques, permettant leur transfert par des instruments de marchés (produits dérivés). Le second est l'essor des investisseurs institutionnels qui rassemblent l'épargne des ménages et diversifient leurs placements en vue d'obtenir des rendements corrigés du risque que l'intermédiation bancaire ne pouvait atteindre. Ces deux processus ont élargi la gamme des marchés interdépendants, les ont rendus plus profonds et ont donc amélioré sensiblement leur liquidité.

Loin de rester confinées à la seule sphère financière, ces évolutions ont profondément affecté les sociétés cotées, principales actrices de l'économie mondiale. À cet égard, la doctrine de la « souveraineté actionnariale » a joué, et continue de jouer, un rôle primordial. Cette idée, selon laquelle l'entreprise serait au service exclusif de ses actionnaires, impose l'appréciation du cours boursier comme objectif premier, sinon unique, de réussite. La notion de « capitalisme financier » peut être adoptée pour rendre compte de ce nouveau régime de croissance, où un rôle déterminant est accordé à la rentabilité des actifs boursiers, aussi bien du côté de la production que de la répartition de la valeur ajoutée.

La représentation du capitalisme financier qui prévaut dans les milieux universitaires et politiques se résume en deux propositions :

- L'approfondissement de la logique financière permet une meilleure répartition du risque et une meilleure efficacité économique dans l'allocation du capital.
- La suprématie des actionnaires met fin aux usurpations de pouvoir du capitalisme « managérial ». Elle rétablit le respect de la propriété privée, pivot du capitalisme, selon l'idéologie des promoteurs de l'ultralibéralisme qui ont pourfendu l'économie mixte triomphante pendant la grande croissance.

Accepter ces propositions conduit à pronostiquer la « fin de l'histoire » économique, le capitalisme imposant dans le monde entier un mode de régulation efficient, optimal.

La succession de scandales financiers entourant la gestion de grandes sociétés cotées (Enron, Worldcom, Parmalat, etc.) n'a pas remis en cause ce diagnostic. De la même manière, l'instabilité des marchés boursiers³, que seule une action permanente de la banque centrale américaine d'une exceptionnelle durée et d'une amplitude inégalée a permis de contenir, n'a pu ébranler cette vision apologétique du capitalisme financier. Les deux phénomènes ont été traités séparément dans la littérature récente. D'un côté, l'effondrement boursier a été attribué à une exubérance des marchés. De l'autre, les échecs de la « gouvernance d'entreprise »⁴ ont été perçus comme un affaissement de l'éthique managériale dont les ressorts sont extra économiques. Notre point de vue est tout autre : ces crises, dont les interactions sont au cœur de notre analyse, sont le symptôme des contradictions inhérentes au capitalisme financier.

Pour instruire cette thèse, il convient d'étudier les développements de la finance contemporaine, ses logiques de fonctionnement et ses sources de fragilité en détail. Il faut s'interroger sur la nature de l'entreprise moderne, des pouvoirs qu'elle renferme et des finalités que ses dirigeants poursuivent effectivement, sans se laisser aveugler par l'idéologie de la souveraineté des actionnaires qui perdure en dépit de la crise très profonde que sa mise en œuvre a provoquée. Il faut surtout analyser les liens étroits entre l'essor de la finance de marché et les stratégies conduites par les entreprises pour mettre en évidence la perversité d'une régulation du capitalisme par la prépondérance des marchés boursiers.

C'est donc un triple questionnement qui va structurer notre démarche :

- Quelles sont les conséquences, en terme de stabilité et de cyclicité, de l'accroissement de la liquidité des marchés de capitaux ?

³ Du printemps 2000 au creux de l'automne 2002, les bourses occidentales ont baissé de 50 à 80% selon les indices.

⁴ Ce terme renvoie à l'ensemble des dispositifs, procédures, institutions, pratiques, etc. qui déterminent, à une période donnée, l'exercice du pouvoir dans les entreprises.

- Quelles sont les transformations induites dans la direction (la gouvernance) des entreprises ?
- De quelle manière cette gouvernance influe-t-elle, en retour, sur la dynamique du régime de croissance ?

En suivant ce questionnement, notre analyse aboutit à quatre résultats.

Le premier résultat concerne l'entreprise. Le développement du capitalisme, dans ses dimensions technologiques, financières, cognitives et organisationnelles, en a fait une entité de plus en plus collective. L'entreprise est tout à la fois le lieu de l'indispensable coopération qui sous-tend la production et le siège des conflits de pouvoirs animés par des intérêts indissociables mais en partie contradictoires. En cela, elle est de nature partenariale. Il s'ensuit que l'enjeu de la « gouvernance » n'est pas, en premier lieu, le contrôle ou la soumission des dirigeants aux exigences des actionnaires. C'est la formation d'un intérêt collectif qui s'exprime dans un but reconnu et accepté par les parties prenantes aux activités de l'entreprise.

Le deuxième résultat concerne la finance. Les trente dernières années ont connu une évolution majeure de la finance d'intermédiaires vers la finance de marché. La signification profonde de cette évolution est un changement de paradigme dans l'évaluation et dans la gestion du risque. La révolution numérique a permis de décomposer les risques en facteurs élémentaires, de les codifier dans des produits financiers échangeables sur des marchés, de les transférer sur l'ensemble des institutions financières. Les conséquences de cette révolution sont immenses, mais aussi ambivalentes. En aucun cas il ne s'agit d'une évolution linéaire vers l'utopie d'un système de marchés parfaits. Les possibilités de diversification des risques sont multipliées, mais des interdépendances sont créées dans les transferts de risque qui provoquent des boucles de rétroaction déstabilisantes lorsque des chocs macroéconomiques se produisent. Les moyens de financement sont amplifiés, mais les renforcements mutuels entre l'endettement et la valorisation du capital conduisent à la fragilité financière. Les réaménagements des portefeuilles financiers paraissent sans limites grâce à la liquidité des marchés, mais cette liquidité dépend de l'intersubjectivité des participants qui est affectée par les fluctuations de la confiance. Le résultat d'ensemble est une finance plus

instable qui influence fortement le cycle économique et le rend beaucoup plus difficile à maîtriser par les moyens de la politique économique.

Le troisième résultat concerne la gouvernance des entreprises propre au capitalisme financier. Non seulement l'environnement des entreprises a été bouleversé, mais leur structure interne et leurs objectifs ont été transformés par la montée en régime de la finance de marché. L'équilibre des pouvoirs dans l'entreprise hiérarchique de l'époque du régime de croissance « fordiste » (Aglietta [1997]) a été détruit, alors même que la figure de l'actionnaire était portée au pinacle de l'entreprise par la doctrine de la souveraineté actionnariale et les exigences de rendement financier. Mais la finance a indissolublement introduit une contradiction dans le système de gouvernance. En faisant la promotion de la liquidité, elle a détaché les actionnaires des entreprises qu'ils sont censés contrôler. La primauté des investisseurs institutionnels dans la collecte de l'épargne et la gestion déléguée des placements ont exacerbé cette tendance. Contrôler des entreprises ne veut plus dire autre chose pour les actionnaires qu'acheter ou vendre des actions. Comme ce comportement est parasité par les oscillations collectives qui emportent les marchés boursiers à la hausse et à la baisse, un dysfonctionnement majeur est injecté au cœur de la gouvernance. Dans l'euphorie boursière s'opère une collusion entre les dirigeants des entreprises dont le capital est flottant et les actionnaires qui espèrent un enrichissement illimité. Cette collusion s'étend aux professions financières qui bénéficient de la manne. La hausse des cours profite à tous. Lorsqu'il n'existe aucun contre-pouvoir interne aux entreprises, l'orgueil des dirigeants peut les conduire à une fuite en avant dans des opérations risquées, voire occultes, à très haut effet de levier. La fragilité financière est invisible parce qu'aucun des agents financiers en position de la repérer et de la dénoncer n'y a intérêt. Lorsque les prix des actions se retournent, les pertes se creusent et les conflits d'intérêt se déchaînent.

Le quatrième résultat est que l'échec de la souveraineté actionnariale ne reste pas confiné à la confrontation entre les dirigeants et de leurs actionnaires. Parce que le crédit dans son ensemble est étroitement dépendant du marché boursier, par la grâce de la comptabilité en « juste valeur »⁵ et des modèles

⁵ Le succès de ce mode d'évaluation comptable est un marqueur évident du processus de financiarisation. On peut s'étonner du choix de l'Union européenne en faveur de ce mode d'évaluation très controversé, à travers

d'évaluation bancaire du risque de crédit, c'est l'ensemble de l'économie qui est sous l'empire de l'instabilité financière. La crise de la gouvernance est donc indissolublement liée à la dérive inquiétante d'un capitalisme financier qui, loin de mettre la finance au service de l'investissement en vue du progrès social, fait de la plus-value boursière l'alpha et l'oméga de l'activité économique. La logique économique est totalement inversée. La stratégie des entreprises cherche avant tout à protéger les actionnaires du risque dans les phases de déflation financière. Le risque est rejeté d'abord sur les salariés par les restructurations agressives et les licenciements massifs en vue de se désendetter, mais aussi sur l'ensemble des collectivités nationales par la baisse continue de la pression fiscale sur le capital.

Ces résultats vont à l'encontre de l'idéologie aujourd'hui dominante, qui brandit la morale mais s'intéresse peu à la logique des phénomènes. Cette idéologie regrette les dérives de la gouvernance des entreprises. Elle s'indigne des malversations grossières commises par les dirigeants d'entreprises puissantes. Elle montre du doigt la complicité de certains maillons de la chaîne financière : les auditeurs, mais aussi les analystes accusés par des associations d'actionnaires s'estimant, à juste titre, lésés⁶. Que ce soit dans les médias, la communauté académique, les agences publiques de supervision de la finance ou les instances politiques, le traitement préconisé est bien souvent le même : il faut persévérer dans le contrôle des entreprises par les actionnaires, soit directement par la menace des prises de contrôle hostiles, soit indirectement par l'exigence de rendement financier formulée par les actionnaires. La doctrine de la souveraineté actionnariale est non seulement la meilleure voie, mais la seule compatible avec la suprématie de la finance de marché, parée de toutes les vertus. Le capitalisme financier constituerait la forme ultime du capitalisme, associant le respect de la (petite) propriété privée propre à la fin du XIX^e siècle et l'efficacité de la concentration du capital productif propre au capitalisme managérial. Il convient donc de durcir les règles du contrôle et les sanctions en cas de déviance.

l'adoption du référentiel comptable IASB pour les sociétés cotées (règlement 1606/2002/CE).

⁶ Elle laisse toutefois de côté les banques d'affaires, les cabinets de conseil et les agences de notation, dont la responsabilité est pourtant avérée dans les faillites frauduleuses les plus retentissantes.

2. L'imbrication de l'économique et du politique

Comment les partisans de la doctrine de la souveraineté actionnaire voient-ils le rôle du politique ? Cette doctrine repose sur deux hypothèses. D'une part, les entreprises sont des objets de propriété, dont les actionnaires sont propriétaires. Certes la propriété capitaliste n'est pas le droit personnel d'user et d'abuser d'un bien. C'est une appartenance patrimoniale, c'est-à-dire le droit de réaliser un but. Ce but serait la maximisation du bien-être des actionnaires. Ces derniers sont donc les seuls candidats légitimes au contrôle. D'autre part, le marché boursier est l'institution qui réalloue au mieux cette propriété à condition que la transparence y soit garantie en permanence. Mais « la main invisible » du marché ne peut pas bouger sans prothèse. Celle-ci ne peut être fournie que par l'État qui, de l'avis des auteurs les plus éclairés de la mouvance libérale, doit fournir le socle institutionnel nécessaire au bon fonctionnement de la logique marchande. C'est précisément à ce niveau que se glisse une tension, une contradiction qui menace le capitalisme financier (Rajan et Zingales [2003]). Car si les gouvernements sont jugés indispensables, ils n'agissent pas spontanément dans l'intérêt de tous les actionnaires. Les intérêts particuliers les plus influents peuvent détourner l'action gouvernementale dans le sens d'une répression ou d'un dévoiement des marchés.

Il faut donc concevoir des réformes par lesquelles l'État soutiendrait les marchés sans interférer avec leur fonctionnement. Si cela est fait, la gouvernance pourra converger vers ce qui est considéré comme le meilleur modèle possible : le contrôle par le marché boursier, qui n'aurait pas son pareil pour créer de la richesse et pour disséminer les opportunités d'innovation. À cet égard, la loi Sarbanes-Oxley, adoptée aux États-Unis en réaction à la multiplication des scandales entourant la gestion de grandes sociétés, irait dans la bonne direction. Elle est pourtant paradoxale puisqu'elle consiste à introduire une normalisation publique détaillée de la gouvernance, allant jusqu'à spécifier ce que doit être la composition des conseils d'administration, pour que les intérêts des actionnaires soient pris en charge dans les stratégies des entreprises. D'autres réformes devraient suivre pour empêcher que les intérêts en place ne paralysent la

contrainte disciplinaire des marchés ou ne les détournent à leur avantage : lois anti-trust pour réprimer les concentrations de pouvoir abusives, filet de sécurité pour les victimes de la concurrence, ouverture sans restriction au capital étranger, offensive idéologique tous azimuts pour exhorter l'opinion publique à ne pas succomber aux sirènes des incantations anti-mondialisation.

Dans cette conception apologétique des marchés financiers, le politique est mis à la remorque du marché. La recherche de l'intérêt général consiste à œuvrer pour des marchés « purs et parfaits ». Cette démarche normative est fondée sur une élaboration idéologique homogénéisante. Elle prétend, en effet, qu'il est possible de faire évoluer l'économie vers un état sans contradiction. Si les marchés sont parfaits, il n'y a plus de distance entre le privé et le social. À l'équilibre, tel que conceptualisé par la science économique, il n'y a plus aucune contradiction entre les intérêts privés : tous les plans individuels sont, par définition, réalisés. C'est pourquoi l'idéal des marchés parfaits est équivalent à l'idéal de la planification parfaite, comme l'ont montré les débats théoriques des années 1930. Lorsqu'on ne se contente pas d'imaginer ces idéaux comme une cité hors de ce monde, mais que l'on veut forcer les sociétés réelles à s'y conformer, on aboutit au cauchemar totalitaire. C'est le destin commun de l'ultralibéralisme et du communisme. Les deux logiques prétendent dépasser le politique dans un état où chaque individu est immédiatement en harmonie avec la société.

On n'établit pas un ordre social satisfaisant en prétendant se rapprocher de l'utopie. Le socialisme stalinien ne rapprochait pas du communisme. Mais on croit, ou on feint de croire, que les réformes libérales rapprochent du marché parfait. C'est ainsi que le Fonds Monétaire International a béni, et même encouragé, des ignominies au nom du libéralisme : le vol organisé de la propriété collective sous Eltsine, la braderie du domaine public à des intérêts étrangers sous Menem. Dans les deux cas, la destruction de la souveraineté nationale a abouti au chaos social.

Ces phénomènes extrêmes ne sont pas des aberrations. Ils sont au bout du chemin de la démarche idéologique qui nie le caractère irréductible des contradictions sociales. Dans les sociétés sécularisées, où la souveraineté émane du peuple entier, la démocratie est le processus politique qui seul peut conjurer les dérives totalitaires. Le marché, au contraire, s'accommode de n'importe quel

régime politique qui affirme et soutient le primat de l'enrichissement privé. En d'autres termes, le marché et la démocratie sont deux formes de relations sociales profondément différentes.

Nous pensons que la liberté des uns est l'oppression des autres, si cette liberté n'est pas encadrée par des règles collectives qui sont instituées par un processus politique. Le marché met en scène une logique d'opinion. Il vise l'unanimité condensée dans le prix. Mais cette unanimité est fugace, constamment remise en cause par les chocs sous-jacents entre les intérêts économiques contradictoires. C'est pourquoi l'instabilité est inhérente au marché. Le lien social qu'il produit, c'est-à-dire la liquidité, polarise les conflits. Accordant une protection à ceux qui peuvent l'acquérir, la liquidité oppose les riches et les pauvres, les créanciers et les débiteurs, les capitalistes et les salariés, le temps long de la production pour autrui et l'immédiateté de la richesse privée.

La démocratie procède d'une logique de la délibération, dont le but est la formation d'un intérêt collectif. Dans la délibération, les intérêts privés des parties sont transformés. L'intérêt collectif n'est ni l'agrégation, ni la confrontation des intérêts particuliers. Le processus politique forme des compromis évolutifs entre les parties prenantes. C'est ainsi qu'il surmonte les conflits dont ces compromis sont les aboutissements. Aussi, l'intérêt collectif ne préexiste-t-il pas au processus qui l'élabore. Telle est la signification de la règle majoritaire qui sanctionne ce processus. L'unanimité n'est pas inscrite dans le résultat de la délibération. Elle est dans l'adhésion à la souveraineté démocratique qui fait accepter que les intérêts particuliers de départ se transforment au cours de la délibération pour être conformes au compromis.

Cette imbrication intime de l'économie et du politique dans le social n'est pas sans conséquences sur la science économique. Elle signifie qu'il n'existe pas d'« économie pure »⁷. En effet, la démarche de l'économie pure présuppose qu'il est possible d'élaborer une science de l'efficacité des moyens pour des fins préexistantes et exprimées dans des utilités individuelles séparées. Cette hypothèse est consubstantielle à la figure de l'équilibre, comme état épuré de toutes contradictions. Dans les sociétés humaines, les fins et les moyens s'impliquent

⁷ Soit une discipline qui pourrait s'affranchir des autres sciences sociales, qu'il s'agisse de l'histoire, de la sociologie, du droit, des sciences politiques ou de l'anthropologie.

réciroquement. Ce sont deux aspects de la mise en mouvement des contradictions d'intérêts par la formation des compromis, lesquels suscitent de nouvelles contradictions et ainsi de suite. Il s'agit d'une histoire qui ne peut en aucun cas être interprétée comme la convergence vers un équilibre.

Il s'ensuit que le politique n'est pas un domaine séparé de la société. Il est présent dans tout ensemble humain où la notion d'intérêt collectif ou de bien commun est en jeu, quels que soient la taille de l'ensemble et le type d'activité exercée. En tant que groupement humain tourné vers la production pour autrui, l'entreprise n'échappe pas au politique. Aussi, la crise de la gouvernance qui prétend se définir par l'exclusivité du pouvoir des actionnaires est-elle le symptôme d'un problème beaucoup plus profond. Pendant la trentaine d'années qui a suivi la Seconde Guerre mondiale, l'imbrication du politique et de l'économique a créé une forme d'économie mixte capable de promouvoir le progrès social. La libéralisation financière qui s'est approfondie depuis les années 1970 a brisé cette logique ou, tout au moins, lui a enlevé sa cohérence. Elle ne lui a pas substitué une insertion des entreprises dans la société permettant de renouer les fils du progrès perdu ; d'où les crises récurrentes, l'exacerbation des inégalités, la corrosion de la cohésion sociale par le chômage de longue durée, la disparition de toute aspiration au progrès pour des citoyens issus de larges catégories sociales. La question derrière la crise de la gouvernance des entreprises est donc redoutable : quelle économie politique pour remettre le capitalisme financier d'aujourd'hui dans la voie du progrès social ?

3. L'échec de la souveraineté actionnariale

Le politique fait irruption dans l'entreprise lorsque la propriété privée se dissocie du pouvoir de coordination des capacités humaines rassemblées dans la production pour autrui. Cette séparation est inhérente au développement du capitalisme, la propriété recherchant *via* la liquidité la forme adéquate à sa protection. On sait que les marchés financiers constituent l'organisation sociale propre à réaliser cette finalité. Or avec la liquidité des marchés, l'entreprise cesse

d'être confondue avec l'intérêt de l'entrepreneur; elle requiert l'élaboration d'un intérêt collectif.

Dès 1932, Berle et Means avaient constaté l'ampleur de la dissociation, aux États-Unis, entre la propriété tournée vers la liquidité et l'entreprise qui, en accroissant sa taille (concentration du capital) et son envergure (association d'activités diversifiées), avait développé depuis le début du XX^e siècle une structure hiérarchique complexe de fonctions. Les décennies qui suivront verront se creuser un décalage de plus en plus frappant entre, d'un côté, une représentation théorique du capitalisme niant que la séparation de la propriété et du contrôle donne plus d'ampleur aux contradictions sociales et, de l'autre, la réalité d'une économie où s'affirment de grandes entreprises managériales, distantes de leurs actionnaires.

La conception juridique et libérale de la propriété privée, tout comme la théorie économique du marché pur, ont refusé de prendre acte de l'altération de la propriété privée avec le développement de la liquidité des marchés boursiers. Aux États-Unis tout au moins, la jurisprudence s'est appuyée sur la doctrine de la souveraineté actionnariale, pour affirmer que les actionnaires restaient les seuls dépositaires légitimes du contrôle des grandes sociétés. Cette affirmation présuppose un double glissement sémantique :

<p>Propriété des actions ↔ Propriété des sociétés par actions ↔ Propriété des entreprises.</p>

Par ces équivalences, l'entreprise est bien considérée comme un objet de droits de propriété que les sujets de droits (les actionnaires) sont autorisés à contrôler. Or ces équivalences sont des sophismes. La société par actions n'est pas une entreprise individuelle dont les propriétaires seraient multiples. Elle est elle-même un sujet de droit, personne morale dotée de la capacité juridique. En tant que propriétaires des actions, les actionnaires ont droit au versement d'un dividende. Ils ont donc un intérêt particulier, au côté d'autres intérêts particuliers, au partage de la valeur ajoutée produite par l'entreprise. Mais ce partage découle de l'intérêt collectif élaboré dans l'entreprise.

Pendant que les théories juridiques et économiques entendaient réaffirmer le pouvoir actionnarial, l'entreprise managériale à contrôle interne

s'est épanouie au sein d'un régime de croissance qui a fait progresser la négociation collective et les droits sociaux – aux États-Unis comme en Europe. Corrélativement les marchés financiers, discrédités par les excès spéculatifs des années 1920, ont été mis sous étroite surveillance publique.

Il est intéressant d'observer la manière dont s'est formée l'imbrication de l'économique et du politique dans l'entreprise managériale, au sein du régime de croissance « fordiste » (Aglietta [1997]). Pendant que les marchés boursiers étaient réduits à l'insignifiance, le développement de l'entreprise industrielle entraînait l'essor du salariat. Celui-ci était hiérarchisé en strates socioprofessionnelles dans la technostructure des entreprises. La reconnaissance par les salariés d'intérêts communs conduisit à une double organisation syndicale, de branche et de profession, dont l'importance relative d'un pays à l'autre a été influencée par l'existence ou non de puissants partis socialistes. L'activisme syndical a provoqué en retour le déploiement du pouvoir de lobbying des organisations professionnelles patronales des marchés de produits vers les marchés du travail. La négociation politique des compromis sociaux s'est inscrite dans des conventions collectives et dans des textes de lois. Un vaste domaine de droits sociaux, des conditions de travail à l'assurance contre la maladie, a été institué dont l'ambition a varié d'un pays à l'autre. Ces droits ont toutefois eu un socle commun suffisamment large dans tous les pays occidentaux pour qu'il soit justifié de parler de l'avènement d'une « société salariale » (Aglietta et Brender [1984]).

La société salariale a renforcé le pouvoir managérial sur les entreprises, tout en limitant étroitement l'arbitraire des dirigeants. Les règles de progression des revenus, de promotion professionnelle, de recrutement des salariés dans les différentes catégories étaient inscrites dans la structure hiérarchique des entreprises. Si bien que les dirigeants étaient contrôlés par la technostructure, d'où émanaient les contre-pouvoirs. Les managers avaient toute latitude dans les choix productifs pour maximiser la croissance des entreprises sous les contraintes exprimées par les règles négociées et incorporées dans l'organisation des entreprises. Ces contraintes, qui limitaient le pouvoir des dirigeants au niveau microéconomique, étaient à la base d'un cercle vertueux macroéconomique. Les revenus des salariés, la diffusion des modèles de consommation, les progrès de

productivité s'entretenaient les uns les autres. Grâce à l'avancée de la démocratie dans les droits sociaux, le dynamisme du capitalisme a été pendant quelques décennies le vecteur du progrès social dans les pays occidentaux.

4. Le retour pervers des actionnaires

Au tournant des années 1980, un retournement s'opère. La souveraineté actionnariale reçoit un double soutien : la montée en puissance des investisseurs institutionnels et le développement, en science économique, de la théorie de l'agence⁸. Le droit, fédéral américain particulièrement, suit ce mouvement. Les dispositifs de contrôle – exigences de transparence financière, pouvoir de la SEC, régulation de la profession d'audit, etc. – ne cessent de s'accroître au cours des années 1980 et 1990. Au niveau théorique, plus que jamais, la gouvernance d'entreprise est pensée en termes de contrôle, sur un mode strictement disciplinaire : les dirigeants doivent être soumis aux exigences des porteurs de fonds propres.

À cet égard, la crise qui secoue, depuis fin 2001, le monde des affaires outre-Atlantique – avec une série de faillites et la multiplication des scandales – est particulièrement instructive. Aucun de ces dispositifs de contrôle n'a fonctionné, soulignant la fragilité du modèle américain de gouvernance. Derrière cette crise du contrôle, c'est un processus encore plus paradoxal qui se fait jour. Jamais les dirigeants n'ont été aussi puissants, en tout cas aussi bien rémunérés, que depuis le retour en force des actionnaires.

La libéralisation des marchés financiers et la montée en puissance de l'épargne collectée par les investisseurs institutionnels n'ont donc pas transféré le pouvoir des dirigeants vers les actionnaires. Elles l'ont déplacé de managers « enracinés » à une élite managériale appuyée par les banques d'affaire. Cette élite managériale, qui passe d'une entreprise à l'autre au gré des fusions et acquisitions, ne semble plus, comme dans la période fordiste, avoir pour objectif la croissance des firmes. En tirant parti de la liquidité des marchés boursiers, son but est de sortir des entreprises le maximum de trésorerie pour son propre compte.

⁸ Cf. par exemple Jensen [1986].

Comme les banques d'affaire ont intérêt à susciter un maximum d'échanges de titres, il n'est pas étonnant que les fusions et acquisitions explosent dans les périodes d'euphorie boursière. Il n'est pas surprenant non plus que l'efficacité économique de nombre d'entre elles soit douteuse. Leur finalité est bien souvent la redistribution du pouvoir au sein d'une catégorie sociale privilégiée, à l'occasion de laquelle sont prélevées des rentes exorbitantes (Lordon [2002]).

Cependant, à la différence des managers enracinés qui étaient contrôlés par la technostructure, les managers actuels, du moins ceux qui sont à la tête des entreprises étroitement dépendantes des marchés boursiers, n'ont pas ce garde-fou. Les changements structurels des entreprises, d'une structure pyramidale à une structure décentralisée en réseaux, ont écrasé les strates intermédiaires de la technostructure. Les contraintes financières de l'État, l'affaiblissement des intérêts collectifs des salariés, l'apparition de professionnels usant de leur pouvoir de négociation individuelle, la pression des hauts rendements financiers, se sont conjugués pour faire reculer en Europe continentale, démanteler en Grande-Bretagne et aux États-Unis, les droits sociaux. La dissolution des contre-pouvoirs au sein des entreprises a laissé des pouvoirs exorbitants aux dirigeants.

Prenant appui sur la financiarisation des entreprises, l'élite managériale est formée d'un réseau de dirigeants, banquiers d'affaires, membres de cabinets juridiques, consultants en gestion et organisation. Ces agents occupent des positions croisées dans les conseils d'administration et les comités qui décident du recrutement des dirigeants et de leurs contrats. Lorsqu'un tel recrutement se produit, le comité détermine les conditions du contrat par rapport aux conditions les plus récentes dans les sociétés auxquelles appartiennent ses membres. Comme la rotation des dirigeants entre les firmes devient de plus en plus rapide, les occasions de revoir à la hausse les rémunérations se multiplient à chaque mutation, créant ainsi une spirale haussière qui s'emballe.

En s'affranchissant des contraintes sociales et du souci de préserver la stabilité de la structure hiérarchique des entreprises, l'élite dirigeante, surtout dans la « nouvelle économie », peut drainer la valeur ajoutée des entreprises pour maximiser son gain personnel. Les dirigeants ont intérêt à manipuler le cours boursier à court terme, y compris de manière frauduleuse, pour réaliser au plus vite leurs options aux dépens des actionnaires. Les conséquences pour ceux-ci sont,

en effet, soit la dilution du capital, soit l'hémorragie des liquidités utilisées pour racheter les titres. Le résultat est qu'en 2001 la valeur des rémunérations en actions accordées aux PDG des entreprises de l'indice *Standard and Poor's 500*⁹ a augmenté de 43,6%, alors que le rendement total des fonds propres de ces sociétés a baissé de 12%. Lorsque la bourse n'est pas porteuse, les PDG utilisent les expédients des « parachutes en or » pour gonfler leurs rémunérations. Cela comprend d'énormes indemnités de départ, allant jusqu'à des avantages en nature gigantesques et à vie pour le PDG qui quitte l'entreprise et pour sa famille.

Le renforcement des pouvoirs de cette élite managériale peut se mesurer dans l'explosion des rémunérations des hauts dirigeants des plus grandes entreprises. Aux États-Unis la rémunération moyenne des PDG de ces entreprises était 40 fois le salaire moyen ouvrier en 1980. Elle est passée à 85 fois en 1990 et 400 fois en 2003. La progression de ces revenus s'est accélérée dans les années récentes, alors que les salaires stagnaient, les profits baissaient et les bourses plongeaient. C'est ainsi qu'est à l'œuvre une véritable reconstitution de la richesse privée, ramenant les États-Unis à l'« Age d'or » des inégalités, le premier tiers du XX^e siècle (Krugman [2002]). Cette concentration du produit dans les mains des individus les plus fortunés s'opère d'autant plus facilement que les transferts de rente qui l'induisent sont difficiles à percevoir : l'importance croissante du poids des services rend l'évaluation de la productivité ou de la richesse créée de plus en plus problématique.

Si les excès rapportés par les médias de présidents déchus comme celui Vivendi, de General Electric, ou du *New York Stock Exchange* ont ému l'opinion publique, les transformations profondes permettant et validant ces excès sont loin d'être comprises.

⁹ Le *Standard and Poor's 500* est un indice boursier constitué de cinq cents titres ; il constitue l'un des indices les plus communément utilisés pour suivre l'évolution des marchés boursiers aux États-Unis.

5. Le paradoxe de la souveraineté actionnariale

Berle et Means, dans leur ouvrage de 1932, nous offrent précisément une clef de lecture très intéressante de ce paradoxe, qui voit se multiplier les réformes au nom de la défense des actionnaires, alors même que s'accroissent les détournements de valeur de l'élite dirigeante. Ces deux auteurs pointaient déjà l'impuissance de la justice à contenir les dérives managériales. Car ces détournements de valeur ont partie liée avec la conduite de l'entreprise elle-même. C'est dans leur choix stratégique (d'investissement, d'absorption, etc.) que les managers accroissent le plus souvent leur richesse au détriment des porteurs de fonds propres et/ou des salariés. Et il est alors toujours possible de justifier ces choix au nom d'une stratégie industrielle ou financière — justification qu'il est très difficile pour la justice de contester. Cette dernière n'a pas, par définition, les capacités de se substituer aux managers pour juger par elle-même : elle est extérieure à l'entreprise, autant que le sont les actionnaires soucieux de préserver la liquidité de leurs avoirs. Les cas de détournements purs, objectivement perceptibles par la justice (par exemple un délit d'initié ou un abus de biens sociaux) sont finalement assez rares. De la même manière, les acteurs de la chaîne informationnelle (auditeurs, analystes financiers, agences de notation), censés garantir la transparence des marchés de capitaux, n'ont que peu de prise sur les choix managériaux : à distance des entreprises, ils ne peuvent effectuer qu'un contrôle *ex post* sur la conduite des firmes, contrôle dont la période actuelle montre les limites. Nous touchons là sans doute le point crucial : la souveraineté actionnariale est fondamentalement instable, en tant qu'elle ne peut se réaliser. Le principe constitutif de cette doctrine est de conjuguer liquidité et contrôle. Or la liquidité suppose précisément une prise de distance ; elle est synonyme d'extériorité. Cette idée est exprimée de la manière la plus nette par Berle [1963] :

« Pour que la liquidité puisse exister, il est nécessaire que la propriété n'ait aucune relation avec son propriétaire, si ce n'est la relation issue de la possibilité qu'a le propriétaire de la transférer. Rien ne saurait être liquide si la valeur assignée

dépend de la capacité, de l'effort ou de la volonté du propriétaire. Le marbre cesserait d'être facilement vendable si sa valeur dépendait de sa relation au sculpteur » (p. 28).

La souveraineté actionnariale entend construire une architecture institutionnelle à même d'annihiler l'autonomisation ou l'émancipation des dirigeants d'entreprise induite par la liquidité des marchés financiers. C'est un vœu pieux. Plus l'intérêt des actionnaires est privilégié, plus la gestion des entreprises doit se faire au nom d'une extériorité (le marché financier). Ce processus contribue à déresponsabiliser le pouvoir managérial. La souveraineté actionnariale renforce, plutôt qu'elle ne limite, le pouvoir discrétionnaire des dirigeants.

La critique portée par Berle et Means à l'égard de la doctrine de la souveraineté actionnariale est donc double. D'une part, cette doctrine est une *faute* : elle refuse de prendre acte de l'altération de la propriété privée avec le développement de la liquidité des marchés. Les actionnaires ne peuvent prétendre au contrôle parce qu'ils l'ont échangé contre la liquidité. D'autre part, la souveraineté actionnariale est une *impasse* : il est vain de vouloir rendre le contrôle aux actionnaires, par le biais de la législation. Cette critique, il est crucial de le noter, repose sur une analyse davantage juridique qu'économique. En d'autres termes, Berle et Means rejettent cette doctrine, sans autre étude ni des processus de création de valeur au sein de l'entreprise (analyse micro-économique), ni du fonctionnement des marchés de capitaux (analyse macro-économique). Or la prise en compte de ces deux dimensions tend à renforcer la critique de Berle et Means à l'encontre de la souveraineté actionnariale.

La création de richesse s'opère par la réunion de capitaux humains, financiers et physiques, en partie spécifiques à l'entreprise. C'est la complémentarité et la synergie entre ces facteurs qui fait la continuité de la valeur de l'entreprise dans le temps. Ce n'est pas sa valeur liquidative instantanée, telle que la voit le marché boursier. Organiser la collaboration de toutes les compétences donne aux dirigeants un pouvoir sur lequel les actionnaires n'ont aucune prise directe et que les marchés savent mal évaluer. L'incertitude radicale qui pèse sur le déroulement temporel de cette combinaison de ressources, ainsi

que la difficulté de mettre en mouvement une action collective, plaident pour un exercice du pouvoir favorisant l'engagement des différentes parties prenantes. La souveraineté actionnariale, en envoyant à ces parties prenantes le signal que la résolution d'occurrences non prévues se fera dans le seul intérêt des actionnaires, risque au contraire de détériorer la qualité de ces engagements, donc la compétitivité des firmes.

L'instabilité des marchés de capitaux, de son côté, vient étayer la conclusion de Berle et Means. D'une part, les excès des marchés favorisent les détournements de valeur, voire les comportements frauduleux, de la part des managers. Les marchés donnent d'autant plus d'occasions de manipulation qu'ils sont exubérants, c'est-à-dire qu'une bulle se manifeste. La manière dont les dirigeants de Worldcom, Enron, etc., ont su tirer parti de la confiance aveugle des marchés pour capter de la valeur, en dépit des dispositifs visant à les en empêcher, en témoigne. Ces comportements prédateurs, maquillant les détournements de richesse en autant d'actions génératrices de valeur pour l'actionnaire, tendent d'ailleurs à renforcer l'instabilité des marchés. D'autre part, l'instabilité des marchés touchera d'autant plus violemment les entreprises que celles-ci se seront ouvertes à l'intérêt des actionnaires, c'est-à-dire auront été pénétrées par une logique financière. Il suffit de penser à la menace que fait aujourd'hui peser sur les entreprises l'importance prise par les écarts d'acquisition (*goodwills*). La présence de blocs de contrôle est précisément un moyen de limiter l'instabilité liée aux marchés de capitaux. La protection de ces blocs, constitutifs d'un modèle européen continental de gouvernance, est donc souhaitable – notamment *via* la préservation des dispositifs juridiques qui les soutiennent (titres à droits de vote multiples, droits de vote plafonnés, etc.). Mais si cette forme de contrôle est viable et si elle procure une stabilité aux entreprises vis-à-vis des agressions financières, on ne saurait prétendre qu'elle s'exerce dans l'intérêt de tous les actionnaires.

En fait, pas plus qu'elle n'est fondée d'un point de vue juridique, la souveraineté actionnariale n'est fondée d'un point de vue économique. La justification économique d'une gouvernance fondée sur le contrôle des actionnaires est que ceux-ci sont seuls à assumer le risque non contractualisable des entreprises. L'observation des deux dernières décennies montre, au contraire, que les actionnaires n'ont eu de cesse de rejeter le risque sur les salariés, au fur et

à mesure du démantèlement des droits sociaux acquis pendant l'essor de la société salariale.

Dans la phase historique du contrôle managérial jusqu'à la fin des années 1970, les salariés étaient assurés contre les risques d'entreprise par les conventions collectives et la stabilité de l'emploi. Les banques ne subissaient des pertes qu'en cas de défaut, puisque la valeur des créances ne dépendait pas d'une évaluation de marché. Les actionnaires assumaient l'essentiel du risque. De là est venu le renouveau de la doctrine du primat de l'actionnaire, lorsque les chocs des années 1970 ont creusé les pertes boursières. On se trouve aujourd'hui dans un tout autre jeu de pouvoir. Bien qu'ils ne contrôlent pas les entreprises, les actionnaires parviennent à profiter de la pression des marchés financiers sur les entreprises pour rejeter le risque sur les salariés par l'ajustement des salaires et de l'emploi. Les gains de productivité se reflètent directement dans la profitabilité sans amélioration des salaires réels. Le poids des dividendes augmente dans les profits, surtout lorsque la bourse baisse. Les relations macroéconomiques, qui avaient fait le cercle vertueux de la croissance dans la société salariale, sont complètement bouleversées.

L'étude des logiques financières permet également de montrer que les banques n'exercent pas non plus leur rôle de transformation du risque. Elles le rejettent massivement sur les épargnants par le mécanisme des transferts *via* les investisseurs institutionnels. Par ailleurs, le poids grandissant des fonds de pension à cotisations définies tend à substituer une obligation de moyens à une obligation de résultats dans la gestion de l'épargne collective, contribuant à reporter le risque sur les salariés.

On voit donc qu'en dépit d'épisodes individuels dans lesquels les dirigeants extorquent des rentes exorbitantes en profitant de l'incapacité des actionnaires à les contrôler, ces deux catégories d'agents ont des intérêts positivement liés, en tant que groupes, à la pression des marchés financiers sur les entreprises. Cela conduit à une régulation très inefficace du risque. Celui-ci est de plus en plus assumé par les agents les moins capables de le diversifier, c'est-à-dire les salariés en tant que producteurs et en tant qu'épargnants. Cette évolution perverse du capitalisme contemporain ne peut être remise en cause que par une avancée de la démocratie dans l'économie.

6. La démocratie économique au-delà du pouvoir actionnarial

Partons du constat suivant : l'entreprise n'est pas la propriété des actionnaires. Ces derniers ne sont propriétaires que de leur apport investi en titres, vis-à-vis desquelles la « société », en tant qu'entité juridique, a des devoirs fiduciaires. Et plus les marchés financiers sont liquides, plus les actionnaires sont extérieurs aux entreprises — dont la conduite devient du seul registre d'une élite managériale.

La concentration du pouvoir au sommet des entreprises est donc le prix à payer en échange de la liquidité des marchés de capitaux. Cette concentration du pouvoir est aussi, notons-le, un facteur d'efficacité, garantissant une spécialisation dans la gestion des affaires. Doit-on pour autant l'entériner sans autre discussion ? Berle et Means [1932] répondent par la négative, on l'a vu. Il convient, bien au contraire, de « finaliser » ce pouvoir, c'est-à-dire de faire en sorte qu'il soit exercé non pas dans l'intérêt de ceux qui en disposent (les dirigeants), mais dans l'intérêt de ceux qu'il affecte : les actionnaires certes, mais aussi les salariés et au-delà les collectivités vivant dans les territoires où les entreprises sont implantées. En d'autres termes, il faut donner à ce pouvoir une fin distincte de l'intérêt de ses détenteurs. La notion de propriété suppose précisément l'inverse : un « sujet de droit » dispose sur son « objet de droit » d'un pouvoir « subjectif », au sens où le sujet peut faire de son objet ce que bon lui semble (cf. Robé [1999]). La négociabilité des titres et la liquidité des marchés fait donc échapper l'entreprise à l'ordre de la propriété : ni les actionnaires, ni ses dirigeants ne peuvent prétendre disposer d'un pouvoir subjectif sur l'entreprise. Un parallèle peut être fait avec l'État. Le propre d'un État de droit est que la concentration du pouvoir au sein de l'appareil d'État, nécessaire à son efficacité, se fait en contrepartie d'une finalisation de ce pouvoir, et non pas dans l'intérêt de l'appareil d'État lui-même. L'exercice du pouvoir est soumis, selon des procédures démocratiques, à la volonté du peuple (de la communauté nationale). L'idée défendue par Berle et Means est donc que la liquidité des marchés de capitaux nécessite de repenser la nature du pouvoir dans les grandes sociétés. Le pouvoir doit s'exercer au nom de la communauté que constitue l'entreprise. La séparation de la propriété et du

contrôle « autonomise » la firme vis-à-vis des actionnaires. Il convient d'étendre la responsabilité des dirigeants à l'ensemble des parties prenantes à la firme, non pas de la restreindre à la seule figure des actionnaires. La firme n'est pas un objet de propriété, mais une institution qui doit être gouvernée comme telle.

Cette analyse est d'une étonnante actualité. Face aux dérives de la souveraineté actionnariale, c'est un mode de gouvernance alternatif qui est ici proposé. La responsabilité des dirigeants à l'égard de l'entreprise, considérée comme une structure collective, est la source de leur légitimité. On renoue ainsi avec le message, aujourd'hui porté par la théorie économique de la firme, qui souligne la nécessité de confier aux dirigeants une responsabilité élargie, de manière à favoriser l'engagement des différentes parties prenantes. Le pouvoir des dirigeants consiste alors dans la coordination d'actifs spécifiques à l'entreprise, au premier chef les compétences associées des salariés — coordination qui met en mouvement une puissance productive. La gouvernance doit être pensée comme la recherche d'une responsabilisation du pouvoir des dirigeants en vue de mettre en œuvre l'intérêt collectif de l'entreprise.

Cette vérité devrait s'imposer avec la force d'une évidence. Il existe aujourd'hui des entreprises qui emploient des centaines de milliers de salariés, dont la valeur ajoutée dépasse le PIB des pays les plus pauvres, dont les stratégies influencent directement la vie de millions de gens. Comment peut-on encore prétendre que de telles entités collectives sont des objets de propriétés ? Le droit civil, socle de la théorie juridique, ne conçoit les relations sociales qu'en terme de sujet et d'objet de propriété. La théorie économique dominante postule que l'économie est un système de rapports contractuels autonomes dans la société et régulés par les seuls mécanismes du marché. Ce creuset de représentations intellectuelles conduit à penser l'entreprise soit comme un objet de propriété, soit comme un nœud de contrats. Dans les deux cas, il y a négation de la nécessité d'établir un intérêt collectif pour orienter les stratégies des entreprises. Mais le coût de cette dénégation est élevé. C'est le déchaînement des contradictions sociales qui ne trouvent pas les médiations adéquates pour les réguler.

Dans les années 1920, comme dans les années 1990, l'effervescence des marchés financiers débridés a abouti à des crises majeures. Si les incidences macroéconomiques ont été jusqu'ici différentes, cela est dû exclusivement à

l'action politique sur la monnaie et le budget qui ont fait de l'état américain le plus interventionniste de l'histoire hors guerres mondiales. Mais, on l'a fait remarquer plus haut, la crise de la gouvernance des entreprises dans l'entre-deux guerres a connu une réponse structurelle : l'entreprise managériale à contrôle interne, incorporant les compromis de la société salariale.

Il ne fait aucun doute qu'en l'absence d'un changement profond dans la gouvernance, les désordres financiers vont continuer à se déchaîner, les malversations à prospérer, les inégalités sociales à enfler, la démocratie à déperir. La seule solution pour réduire les deux maux qui minent les démocraties occidentales, la mauvaise maîtrise des risques collectifs et le désengagement des citoyens, est de faire pénétrer la démocratie dans l'entité collective qui est au cœur des sociétés contemporaines : l'entreprise.

Il faudrait toutefois ne pas faire l'erreur de penser qu'il suffit de revenir au mode de régulation de la société salariale première manière. Dans les trente dernières années, le capitalisme a produit des changements irréversibles. Ceux-ci rendent caduc l'ancien régime de gouvernance à contrôle interne. La technostructure hiérarchisée est de plus en plus remplacée par l'entreprise réseau qui intègre des unités décentralisées par des flux d'information et de monnaie. Les marchés financiers, qui avaient déperir après la grande dépression, vont continuer à jouer un rôle essentiel, celui de la transformation et de la répartition du risque. Les technologies innovantes requièrent de plus en plus l'action collective : rendements croissants, effets de réseau avec externalités de demande, implications environnementales et éthiques. Les choix productifs des entreprises ont des incidences sociétales de grande envergure. Ils sont politiques.

Il s'ensuit que les compromis sociaux du fordisme ne sont plus opérants. Il ne peut plus être question d'un partage des responsabilités, où les dirigeants des entreprises avaient la mainmise exclusive sur l'organisation de la production et où la démocratie économique progressait par le développement des droits sociaux. La démocratie doit maintenant s'emparer des finalités des entreprises en totalité. Elle doit élaborer l'intérêt collectif qui légitime l'activité des entreprises.

L'entreprise est de nature partenariale. Elle associe des participants qui doivent être parties prenantes à la définition et au contrôle de ses objectifs, parce que leur engagement dans l'entreprise entraîne des risques qui ne peuvent être

contractualisés. Plus que les actionnaires dispersés qui disposent de l'atout de la liquidité de leurs actifs, les salariés qui apportent aux entreprises des compétences spécifiques partagent les risques de l'entreprise. De plus ces compétences se valorisent par la complémentarité de leur mise en oeuvre. Les salariés porteurs de compétences spécifiques ne sont donc pas seulement préoccupés de leur revenu courant individuel, mais de l'évolution de l'entreprise dans le temps dont dépend la valorisation de leur apport en capital humain. La démocratie économique est ce processus délibératif par lequel les porteurs du capital humain doivent participer à la définition de l'intérêt de l'entreprise.

Le conseil d'administration doit jouer un rôle crucial dans l'exercice de cette gouvernance¹⁰. Organe central de l'entreprise, il doit être en charge de la définition procédurale de l'intérêt général de l'entreprise et du contrôle (*ex post*) de la prise en compte de cet intérêt dans la conduite de la firme. Les implications de ce principe général sur la composition du conseil d'administration, par rapport aux recommandations découlant de la doctrine de la souveraineté actionnariale, sont immédiates. Pour s'en saisir, rappelons brièvement ces recommandations. À l'aune de cette doctrine, le conseil d'administration ne saurait être un organe délibératif, dans la mesure où cette doctrine stipule que le but de l'entreprise va de soi : maximiser le rendement financier des actionnaires. L'intérêt que la direction doit prendre en compte dans ses décisions stratégiques est défini *ex ante*, en dehors de toute délibération ou de tout compromis. Dans ces conditions, la raison d'être du conseil d'administration est le contrôle. Mais la contradiction

¹⁰ La distinction entre conseil d'administration — propre à un système de gouvernance interne dit « mono-partite » — et un conseil de surveillance — propre à un système « bi-partite » — ne revêt une importance que tout à fait secondaire. C'est avant tout une question organisationnelle, qui ne préjuge en rien de la responsabilité ou de la finalité de l'entreprise. Ainsi, la souveraineté actionnariale peut aussi bien s'incarner dans un système mono-partite que bi-partite. Le conseil d'administration ou le conseil de surveillance ne doit alors être composé que de représentants des actionnaires. *A contrario*, la cogestion ne présuppose pas, comme on le pense trop souvent, un système bi-partite à l'allemande. Ainsi, en Suède, la cogestion est associée à une structure mono-partite, des représentants des salariés siégeant directement au conseil d'administration. Nous pensons donc que le débat structure mono-partite *versus* structure bi-partite est un faux débat, qui détourne l'attention de la question fondamentale de la responsabilité de la firme. En conséquence, les commentaires qui suivent sur le conseil d'administration s'appliquent tout aussi bien au conseil de surveillance.

originelle de la souveraineté actionnariale - c'est-à-dire sa volonté de conjuguer extériorité (liquidité) et contrôle - se retrouve ici même. Afin de prévenir toute collusion entre contrôleurs (administrateurs) et contrôlés (dirigeants), l'indépendance des premiers est érigée en vertu cardinale. Il n'est plus un seul code de « bonne gouvernance » qui ne mette en avant l'indépendance d'un certain nombre d'administrateurs, ni qui ne s'ingénie à offrir une définition opérationnelle de ce que pourrait être « l'indépendance ». Au final, cette indépendance se résume en un mot : l'extériorité. On retrouve bien la logique même de la souveraineté actionnariale : comment contrôler de l'extérieur un pouvoir interne ? Autant que possible, les administrateurs ne doivent avoir aucun lien avec la direction. Dans des secteurs concentrés, ceci signifie le plus souvent n'avoir aucun lien ni avec le secteur ni avec le métier. L'appréciation du conseil d'administration qui nous est offerte par la doctrine de la souveraineté actionnariale a donc ceci de paradoxal qu'elle préconise une extériorité toujours plus grande de ce mode de contrôle interne. Cette extériorité, bien entendu, a un prix : l'incompétence.

Lorsque le conseil d'administration est pensé comme un organe délibératif, en charge de définir l'intérêt général et de contrôler sa mise en œuvre, cette insistance sur l'extériorité des administrateurs n'a plus lieu d'être. Il est besoin d'individus qui, pour autant qu'ils agissent sans complaisance à l'égard de la direction, doivent néanmoins disposer des ressources cognitives propres à élaborer de manière raisonnée les compromis nécessaires au développement de l'entreprise. Il n'est pas opportun de préconiser ici un modèle particulier d'organisation ou de composition du conseil d'administration. Plutôt que de désigner un modèle optimal, à la manière de la théorie des contrats, il convient de souligner que la définition de l'intérêt général est de nature politique. Elle dépend de représentations légitimes – c'est-à-dire reconnues comme justes et favorisant en cela l'engagement et la coopération des personnes – qui appartiennent à des cultures. De la même manière qu'un État démocratique ne spécifie pas une forme idéale d'organisation des pouvoirs, la gouvernance d'entreprise doit être capable d'épouser la diversité des capitalismes – qui, n'en déplaise à la thèse de « la fin de l'histoire », demeure bien réelle.

Cette vision du conseil d'administration réhabilite toutefois le modèle allemand ou suédois de gouvernance, bien souvent considéré comme dépassé. Ce modèle présente une configuration originale : l'ouverture du conseil de surveillance (Allemagne) ou d'administration (Suède) aux représentants des salariés, avec des droits équivalents aux représentants des actionnaires. La prise en compte de l'intérêt d'une partie prenante lors de l'élaboration des stratégies est, en effet, d'autant plus assurée que celle-ci participe à ce conseil. L'information / consultation des salariés ne suffit pas. Il faut que les représentants élus des salariés aient voix délibératives dans les instances responsables (Olivier et Sainsaulieu [2001]). Alors même que l'influence des considérations financières dans les décisions tend à s'accroître, l'ouverture du conseil aux salariés, représentés en tant que collectif de compétences, est à même de créer les contre-pouvoirs adéquats. La présence de représentants des salariés va dans le sens d'un conseil d'administration tout à la fois stratégique, définissant l'intérêt général, et disciplinaire, scrutant la justesse des décisions prises par la direction. En effet, ces représentants ont un statut ambivalent, ou dual, qui conjugue indépendance et compétence : indépendance, car leurs intérêts ne sauraient recouvrir ceux de la direction, compétence car ils ont un statut interne à l'entreprise - qui fait cruellement défaut à l'administrateur idéal typique, censé représenter la souveraineté des actionnaires.

Notre analyse plaide, en outre, pour un rejet de toutes les dispositions qui viseraient, lors des prises de contrôle hostiles, à court-circuiter le conseil d'administration ou de surveillance, au motif que seul les actionnaires sont en droit de décider du sort de la société (comme personne morale). Ce « principe de neutralité », au cœur du projet de XIII^e directive européenne sur les offres publiques, entre en profonde contradiction avec l'élaboration démocratique de l'intérêt collectif dans l'entreprise¹¹.

À défaut de participation directe des salariés dans le conseil d'administration ou de surveillance, le comité d'entreprise constitue le vecteur principal d'intégration du point de vue des salariés dans les processus décisionnels. L'octroi de droits à l'information et à la consultation, assortis d'un devoir pour les dirigeants de prendre en compte dans leur décision ces

¹¹ Sur ce point, cf. Beffa, Langenlach et Touffut [2003].

informations, est une première voie. Cette forme de participation, affaiblie par rapport à la gouvernance démocratique *via* le conseil d'administration, caractérise l'ensemble des pays européens continentaux. Elle permet la création d'une interface avec la direction (Wheeler [1997]), à même d'infléchir la gouvernance des entreprises. Encore faut-il faire vivre concrètement cette forme de participation, de manière à ce que les salariés ne soient pas mis devant le fait accompli par l'annonce de décisions stratégiques de fusions et de délocalisations, comme cela s'est fait trop souvent ces dernières années. Dans cette voie, une réflexion doit s'engager sur l'opportunité de doter ces comités de véritables droits à la cogestion, par exemple en leur accordant un droit de veto sur certains sujets de première importance pour les salariés (Le Crom [2003]) – à l'image du *Betriebsrat* allemand.

7. La démocratie économique et la propriété sociale du capital

Le développement des technologies de réseau éloigne de plus en plus les échanges intra périodiques de la fiction du marché parfait (Curien et Muet [2003]). De son côté, la transition démographique conduit à des échanges intergénérationnels qui rendent de plus en plus intenable la fiction de la propriété privée des entreprises, déjà mise à mal par la liquidité des marchés

La première époque de la société salariale a été celle de la socialisation du revenu selon le principe d'une solidarité horizontale. Selon la qualité de l'exigence démocratique de cohésion sociale, cette solidarité a pris la forme contributive (Allemagne, France) ou distributive (Europe du Nord). La solidarité verticale sera celle de la socialisation du capital qui marquera la nouvelle époque de la société salariale. La non-reconnaissance de cette évolution, c'est-à-dire la privatisation des droits sociaux intergénérationnels, a déjà provoqué des drames humains au Japon, au Royaume-Uni, aux États-Unis. Au fur et à mesure de l'avancée de la transition démographique, les conflits politiques provoqués par les pertes financières des fonds de pension privés non garantis vont s'intensifier. Les contradictions intergénérationnelles susciteront les médiations politiques

permettant d'inventer les compromis capables de garantir les droits au revenu différé. Ces compromis porteront sur la propriété sociale du capital. Ils auront une incidence majeure sur la gouvernance des entreprises.

Il s'agit de rechercher la meilleure manière de mettre en place des critères de gestion de l'épargne collective des salariés : plans d'épargne salariale et plans d'épargne retraite. C'est une action de nature politique qui pose le problème de la responsabilité sociale vis-à-vis de cette épargne. Car ces deux formes ont la caractéristique d'être des salaires différés. Les revenus de cette épargne ne sont pas les revenus personnels résultant d'un choix individuel de consommation différée. Ce sont des revenus primaires intertemporels découlant de la participation à la production.

Les plans d'épargne salariale sont en partie financés par des contributions sur les salaires, en partie par des prélèvements sur le profit brut des entreprises. Des représentants des salariés doivent donc être parties prenantes à la constitution de ces plans, comme au contrôle de la manière dont ils sont investis.

Les plans d'épargne retraite sont la contrepartie d'une dette sociale. Ce sont, en effet, des droits acquis sur la société en contrepartie des services rendus au cours de la vie active. Inscrits au passif des fonds de pension et des compagnies d'assurance-vie, ces droits sont des obligations de la société toute entière. Ils sont donc imprescriptibles et doivent être reconnus politiquement comme tels. La capacité à les honorer doit être un engagement de la nation dans son ensemble, puisqu'elle est la condition de la participation des bénéficiaires à la citoyenneté.

Il s'ensuit que les fonds alimentés par ces deux types d'épargne collective ne devraient pas être gérés comme des institutions financières privées. En contrepartie de la dette sociale déposée à leur passif, la propriété détenue à leur actif doit être considérée comme une propriété sociale. De même que les banques font l'objet d'une réglementation spécifique parce qu'elles gèrent à leur passif un bien collectif (la monnaie), de même les fonds d'épargne collective, qu'ils soient publics, d'entreprise ou associatifs, doivent être gérés sous le contrôle de la société. Tel est l'enjeu d'un renouveau de la démocratie dans la société salariale. Le politique doit dominer la finance, non pas se laisser guider par elle.

Cette orientation est indispensable pour garantir une retraite décente à tous les citoyens. Elle va à l'encontre des logiques financières qui ont mené aux

excès spéculatifs des années 1990, aux pertes gigantesques des compagnies d'assurance et aux trous béants dans la capitalisation des fonds de pension privés qui ont suivi l'effondrement boursier.

L'épargne collective peut et doit avoir une influence sur l'industrie financière dans son ensemble, si la reconnaissance des responsabilités sociales que cette épargne implique se traduit dans des principes de gestion qui rompent avec le rejet du risque sur les épargnants. Pour limiter ce rejet, la diversification des placements est une nécessité. Les fonds d'épargne salariale ou d'épargne retraite ne doivent donc pas avoir d'attache particulière en tant qu'actionnaires avec leurs entreprises d'origine. Plus largement, des fonds d'épargne collective, plus rigoureusement supervisés sur le plan prudentiel et contrôlés par les représentants des épargnants souscripteurs selon des critères qui tiennent compte de la mise en place dans les entreprises de dispositifs démocratiques, peuvent contribuer à réduire l'instabilité financière.

L'étude des comportements de l'industrie financière montre que celle-ci présente actuellement deux caractéristiques totalement opposées aux exigences d'une propriété véritablement sociale du capital. En premier lieu, les épargnants n'ont aucun contrôle sur l'investissement de leur épargne mise dans les fonds communs de placement et dans les fonds de pension privés. En second lieu, sous la pression des lobbies financiers et des dirigeants des grandes entreprises, la gestion de l'épargne va de plus en plus dans le sens du report des risques sur les épargnants : Organisme de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM) qui n'ont qu'une obligation de moyen, fonds de pension qui sont de plus en plus à cotisations définies. En outre, pour aligner les rémunérations des gérants sur celle des dirigeants des grandes entreprises, les organismes de gestion déléguée de l'épargne prélèvent des commissions exorbitantes. Le rendement pour l'épargnant est grevé de coûts de gestion et d'administration scandaleusement onéreux. Il faut, en effet, rémunérer des milliers de fonds communs qui offrent le même service, constituant une industrie en énormes surcapacités. La prolifération de ces fonds non garantis a bénéficié des largesses fiscales qui ont canalisé l'épargne à leur avantage. Il faut également rémunérer toute la chaîne financière : analystes, courtiers, banquiers d'affaires, agences de notation — pour des rendements qui fluctuent au gré des marchés boursiers.

Un contrôle démocratique réaffirmé sur cette industrie permettrait à la fois d'en diminuer énormément les coûts et d'en socialiser les risques. Pour inverser la dérive que représente la capture de l'épargne par l'industrie financière, une vue politique d'orientation social-démocrate devrait engager, dans les pays européens où ils n'existent pas encore, un débat pour promouvoir des fonds publics et des fonds d'entreprise obligatoires, permettant de capitaliser l'épargne retraite et l'épargne salariale dans des conditions qui respectent des critères stricts d'utilité sociale.

Pour bénéficier des incitations fiscales, les fonds qui prétendent gérer l'épargne collective devraient respecter un cahier des charges précis incorporant les critères suivants :

- Représentation formelle des contributeurs dans l'instance d'orientation et de contrôle de la politique d'investissement du fonds.
- Introduction d'une responsabilité sociale sous la forme d'une mesure de redistribution des bénéfices du fonds aux contributeurs dont les revenus sont les plus faibles.
- Élargissement des indicateurs de performance des actifs dans lesquels l'épargne est investie pour prendre en compte les finalités des entreprises et leurs capacités à les atteindre (importance du capital humain, de la R&D, de la qualité des conditions de travail notamment dans les pays en développement, de l'investissement en amélioration de l'environnement).
- Objectif de rendement sur une période de trois à cinq ans, pour éviter les surenchères des gérants cherchant à battre leurs concurrents sur trois ou six mois, concurrence qui conduit tout droit aux comportements mimétiques et qui amplifie l'alternance des phases d'engouement et de retrait.
- Aptitude à gérer en direct l'allocation du capital entre les grandes catégories d'actifs financiers et contrôle étroit de la gestion déléguée à l'intérieur des catégories d'actifs sous la contrainte d'un rendement minimal, éventuellement indexé sur des indicateurs

macroéconomiques, et sur des horizons compatibles avec celui du fonds lui-même.

Deux types d'organes de régulation devraient être créés pour renforcer le processus de socialisation de l'épargne. D'une part, les gouvernements devraient favoriser la création d'agences de notation financées par une taxe prélevée sur l'ensemble des institutions financières. Ces agences prendraient en compte l'ensemble des critères élargis de performance, se distinguant ainsi des agences mercantiles existantes. D'autre part, des agences publiques indépendantes devraient être créées pour superviser la conformité du comportement des fonds à leur cahier des charges.

Il ne fait aucun doute que la réalisation d'une telle initiative politique aurait une influence stabilisatrice considérable sur la finance de marché. Jointe à une réforme de la régulation prudentielle des intermédiaires financiers et à un élargissement des objectifs de la politique monétaire, elle constituerait l'encadrement institutionnel adéquat de la globalisation financière, si elle était poursuivie dans les principaux pays capitalistes. Encore une fois, il est vain de dire que les comportements de la finance, tels qu'ils existent aujourd'hui, ne permettent pas ces réformes. Le problème doit être pris dans l'autre sens. Il s'agit de se donner politiquement les moyens institutionnels de conduire la finance à prendre en compte des critères de rendement social.

Il faut aussi apporter une réponse adéquate à la menace que la détérioration future de l'équilibre démographique fait peser sur les systèmes de retraites par répartition, tout en préservant la solidarité qui est inscrite dans ce principe. Quelle que soit la forme juridique des droits à retraite, il faut d'abord remarquer que, d'un point de vue macroéconomique, les prestations d'une période sont prélevées sur la production de cette période. Cependant le rendement de la retraite par répartition est assis sur le taux de croissance de l'économie, celui de la retraite par capitalisation sur le taux d'intérêt réel. La nature des risques de chaque régime est également différente. Le système public par répartition est soumis au risque politique de conflits intergénérationnels si la préservation des droits acquis implique une élévation mal acceptée de la pression fiscale sur les citoyens d'âge actif, ou une augmentation continue du poids de la dette publique

dans le PIB. Les systèmes par capitalisation, lorsqu'ils sont privés et non garantis, sont vulnérables aux risques de l'instabilité financière.

Face à ce nœud de contradictions, l'accumulation de contributions obligatoires dans un capital public aurait plusieurs avantages :

- Le plus évident est *opérationnel* et n'est pas négligeable. Le coût de fonctionnement d'un fonds public obligatoire par unité d'épargne investie est plus faible que celui des fonds communs de placement privés. Car il élimine les surcapacités et évite les surenchères dans les rémunérations des gérants.
- Le deuxième avantage est *politique* et décisif. Étant investis dans un capital public permanent, les droits portés par l'épargne accumulée des citoyens sont dotés de garanties institutionnelles beaucoup plus solides que les droits à transfert, qui sont inscrits dans le budget annuel.
- Le troisième avantage est *financier*. Étant un capital investi dans la production, le fonds public réduit le poids de la dette publique sur les générations futures, à condition d'avoir un rendement supérieur au taux d'intérêt sur la dette publique.
- Cela conduit au quatrième avantage d'ordre *économique*. Le fonds d'investissement donne à la puissance publique un moyen de relever la croissance potentielle s'il permet de réaliser des collaborations public-privé pour les infrastructures, l'éducation, l'innovation.

Les pays prévoyants sont ceux où le débat public a conduit à un accord politique autorisant une augmentation marginale et régulière des taux de cotisations annuels et capitalisant la totalité de ces accroissements. Tel est le sens de la réforme canadienne qui profite ainsi du temps pendant lequel la structure démographique demeure favorable à la population active.

Bien sûr, l'efficacité d'un fonds public dépend de la manière dont il est investi. Il doit respecter les critères généraux énoncés plus haut. Dans les pays où un tel fonds viendrait à être établi, il devrait être placé sous le contrôle du Parlement et géré par une autorité publique indépendante. La condition la plus

importante à garantir est qu'à aucun moment et sous aucun prétexte le Trésor ne puisse mettre la main sur ces ressources. Dans ces conditions la confiance du public dans la pérennité du capital public peut être acquise.

8. Pour un modèle européen de gouvernance

Les oppositions sont grandes entre les pratiques européennes de gouvernance des entreprises et le modèle américain aujourd'hui en crise. Certes la globalisation financière a entraîné des contaminations pour le pire dans certaines entreprises. Par ailleurs, le régime européen des blocs de contrôle majoritaires n'est pas sans caricatures grotesques. Le pire est arrivé en Italie : Parmalat exhibe le plus important scandale européen à ce jour. En France, l'endettement démesuré de France Télécom révèle aussi un dérèglement de la gouvernance que l'état actionnaire n'a pas endigué.

Pendant le libéralisme honteux qui règne en Europe et qui se contente de saper l'autorité des États et de démanteler le domaine public est bien plus dangereux pour la démocratie que le risque d'être submergé par le modèle américain. Car l'expérience a amplement montré dans les années 1990 que les partis socialistes et sociaux-démocrates, lorsqu'ils ont été au pouvoir, ont été complètement paralysés, tétanisés par la vague, montante à l'époque, de la spéculation boursière. Ils ont avalisé sans sourciller les abandons de souveraineté qui ont accompagné la création de l'euro, sans chercher à construire ne serait-ce qu'un embryon de politique économique européenne (Fitoussi [2002]).

Un argument récurrent de la campagne politique lors de la ratification du traité de Maastricht était que la formation d'un espace économique européen unifié par la monnaie commune allait nous redonner l'autonomie menacée par la globalisation financière. Or la conjoncture européenne n'a jamais été autant à la remorque de l'Amérique que depuis la création de l'euro. La raison n'en est pas l'euro lui-même, mais le renoncement à conduire une politique économique active. Enserrés dans le carcan des règles communautaires, dépouillés de l'instrument monétaire par une banque centrale figée dans une doctrine dépassée, paralysés devant la perspective du fédéralisme mais incapables de la moindre

coopération, les gouvernements sont dans une complète impuissance face à l'instabilité de l'économie mondiale. Est-il si étonnant que la démocratie soit en recul en Europe, lorsque les responsables politiques présentent les logiques financières comme inéluctables ?

Le principal enseignement de notre analyse est que le capitalisme ne peut promouvoir le progrès social si la logique du marché n'est pas subordonnée au contrôle de la démocratie. Dans la phase actuelle de la société salariale, cet enjeu doit conduire à mobiliser un vaste intérêt politique pour une double réforme : *d'un côté introduire la démocratie au cœur de l'entreprise pour y élaborer un intérêt collectif et en contrôler la mise en œuvre ; de l'autre se doter des moyens de réguler la finance par la supervision de l'ensemble des industries financières et par une réforme des critères d'investissement de l'épargne collective.* Il n'est pas possible de recouvrer des moyens d'action publique contre les risques globaux et contre le déchirement de la cohésion sociale, sous les coups de boutoir des inégalités croissantes et des injustices intolérables, sans engager ce socle de réformes structurelles. Celles-ci prennent le contre-pied de la dérive défaitiste qui a cours en Europe sous prétexte de libéralisme.

La social-démocratie a promu une doctrine de l'action politique qui a favorisé le progrès social à l'époque de la grande croissance, après la Seconde Guerre mondiale. Elle a su affirmer le rôle directeur de l'État sur la régulation macroéconomique. Elle a également su construire les institutions intermédiaires capables de maîtriser les conflits de la répartition des revenus. La socialisation des revenus selon des normes collectives et leur progression au rythme de la productivité a ainsi assuré la cohésion entre les groupes sociaux.

Les mutations du capitalisme sous l'aiguillon de la finance indiquent clairement les voies de la reconquête du progrès social. La finance est le levier sur lequel l'action politique doit prendre appui pour donner un nouvel essor à la société salariale. La société doit s'approprier le contrôle de l'usage de l'épargne que la doctrine financière néo-libérale a dévoyé sous le couvert du primat des actionnaires. Mais l'efficacité de ce contrôle ne peut aller sans faire de l'entreprise une institution gouvernée par un intérêt collectif défini et soutenu par des initiatives de démocratie participative. Parce que la social-démocratie est une philosophie de l'humanisation du capitalisme par la réforme, il lui revient

d'assumer en Europe la phase historique dans laquelle nous entrons qui est celle de la socialisation du capital.

Quelles sont les forces sociales qui peuvent aller dans le sens de ce régime de gouvernance ? Des dirigeants de grandes entreprises, certes mondialisées mais dont l'assise est en Europe, existent qui comprennent à quel point le jeu financier est dangereux pour leur légitimité. La possibilité récente de doter les entreprises opérant dans plusieurs pays d'un statut européen donne un socle juridique pour négocier des principes de gouvernance dotant les organes de contrôle de l'entreprise de la capacité d'élaborer un intérêt collectif. De telles initiatives accéléreraient des collaborations entre les fédérations syndicales de plusieurs pays pour défendre des principes démocratiques de gouvernance au-delà des frontières nationales.

Cela ne suffit pas. Il faut encore introduire dans la finance une catégorie d'actionnaires ayant intérêt à promouvoir des critères de performance qui soutiennent les principes démocratiques de gouvernance. Il faut que cette catégorie d'actionnaires devienne prépondérante dans l'allocation du capital. Cette catégorie d'actionnaires existe, mais elle est muette, dispersée, sans moyen d'influence et manipulée par l'industrie financière. C'est la grande masse des épargnants salariés auxquels les formes actuelles d'investissement financier sont incapables de garantir une retraite décente.

Il revient aux gouvernements des pays européens de promouvoir les fonds d'épargne collective à obligation de résultat et investis par la loi de la responsabilité des choix d'investissement sous la supervision d'agences publiques indépendantes. Une initiative des gouvernements pour harmoniser les obligations des fonds publics ouvrirait parallèlement la voie à un fonds européen. Elle permettrait surtout de garantir la transmission des droits des salariés dans les conditions de mobilité du travail, tout en respectant l'obligation fondamentale d'être à prestations définies.

Dans l'état actuel de l'Union européenne, collection hétéroclite de pays étouffés par les règles communautaires paralysantes, minés par les conflits d'intérêts et dotés d'institutions communes inadéquates, il est illusoire de croire que ces réformes puissent venir d'un tel assemblage. Qu'on les appelle coopération renforcée, noyau dur ou géométrie variable, les initiatives capables de

sortir du marasme ne peuvent venir que de l'association de quelques pays autour du couple franco-allemand. Ou bien elles ne viendront pas du tout.

Il serait vain d'espérer qu'une transformation du capitalisme en Europe puisse lui redonner sa puissance économique passée. Au cours de ce demi-siècle le poids économique du monde va irrémédiablement basculer vers l'Asie. Mais l'Europe peut encore proposer aux sociétés salariales qui vont se généraliser un modèle de démocratie économique pour retrouver le chemin perdu du progrès social.

Références

- Aglietta M., 1997, *Régulation et crises du capitalisme*, Odile Jacob.
- Aglietta M. et Brender A., 1984, Les métamorphoses de la société salariale, Calmann Lévy.
- Aglietta M. et A. Rebérioux, 2004, *Dérives du capitalisme financier*, Albin Michel.
- Beffa J.-L., Langenlach L. et Touffut J.-P., 2003, *Comment interpréter la Directive O.P.A. ?*, Prisme n°1, Centre Saint-Gobain pour la Recherche en Economie, septembre.
- Berle A., 1963, *La réorganisation de l'économie américaine*, Paris, PUF (traduction de *The American Economic Republic*, New York, Harcourt, Brace and World).
- Berle A. et Means G., 1932, *The Modern Corporation and Private Property*, New York, Harcourt, Brace and World.
- Curien N. et Muet P.A., 2004, *La société de l'information*, Rapport du Conseil d'Analyse Économique, n° 47.
- Fitoussi J.P., 2002, *La règle et le choix*, La République des Idées, Le Seuil, septembre.
- Jensen M., 1986, « Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers », *American Economic Review*, vol. 76, pp. 323-329.
- Krugman P., 2002, « For Richer », *New York Times*, 20 octobre.
- Le Crom J.-P., 2003, *L'introuvable démocratie salariale*, Éditions Syllepse.
- Lordon F., 2002, *La politique du capital*, Odile Jacob.
- Olivier B. et Sainsaulieu R., 2001, *L'entreprise en débat*, Presses de Sciences Po.
- Rajan R. et Zingales L., 2003, *Savings Capitalism from the Capitalists*, Random House, New York.
- Wheeler S., 1997, « Works Councils : Towards Stakeholding ? », *Journal of Law and Society*, vol. 24, pp. 44-64.