

L'idée la plus stupide du monde?

PHILOSOPHIE & MANAGEMENT

Idées

Lorsqu'il était CEO de General Electrics entre 1981 et 2001, Jack Welch fût l'un des plus ardents promoteurs de l'idée selon laquelle le but ultime d'une entreprise est de maximiser la valeur actionnariale. Et pourtant, commentant la crise financière lors d'une interview donnée au Financial Times en 2009, il eût le cri du cœur suivant: « Pour être précis, l'impératif de maximisation de la valeur actionnariale est l'idée la plus stupide du monde ».

Cette prise de conscience tardive chez « Neutron » Jack (après avoir amassé une richesse personnelle de plus de 700 millions de dollars) est représentative de la lente prise de conscience par un nombre croissant de chefs d'entreprises des problèmes que continue d'engendrer l'idéologie de la valeur actionnariale. Formalisée et promue avec beaucoup de succès à la fin des années 70 par Milton Friedman et l'École de Chicago, chantres du néo-libéralisme, la dominance de cette idéologie est en train de se dégingluer rapidement.

En effet, à la lueur de la crise profonde que nous traversons depuis 2007, ses critiques sont en train de changer de nature. Ainsi, jusqu'il y a peu, elles ont surtout visé à contenir et mitiger ses effets collatéraux négatifs sur la société et sur les parties prenantes autres que leurs actionnaires. C'est ainsi que l'on a vu fleurir ces dernières décennies les programmes de « Responsabilité Sociétale des Entreprises », les analyses de parties prenantes, les codes de conduite éthique, la « compliance »,...

Mais tout cela ne remettait pas jusqu'ici en cause le dogme principal de cette idéologie, à savoir que « la poursuite de la maximisation de la valeur actionnariale est bonne pour les actionnaires ». Or, bien que cela paraisse contre-intuitif, les recherches convergent aujourd'hui pour démontrer que c'est l'inverse qui est vrai: la poursuite de la maximisation de la valeur actionnariale n'est pas seulement mauvaise pour la société dans son ensemble, elle est également mauvaise pour les investisseurs et les entreprises.

UNE IDÉE FAUSSE

Lynn Stout, qui est professeur de droit des sociétés à la prestigieuse Cornell University aux États-Unis et qui fût la dernière oratrice en date de PhiloMa.org, le démontre brillamment dans son dernier livre: *The shareholder value*

myth: how putting shareholders first harms investors, corporations and the public. Dans son imparable démonstration, Stout commence par remarquer que les entreprises cotées en bourse sont une « espèce en voie de disparition ». Quelques chiffres l'attestent:

- Durant la dernière décennie, leur nombre a chuté aux États-Unis de pas moins de 55%, alors que le nombre d'entreprises non cotées a augmenté de plus de 20%;
- Dans les années 30, leur espérance de vie était en moyenne de 60 ans; elle est aujourd'hui de 15 ans.

« Dans la réalité, il n'y a pas un type d'actionnaire, mais des investisseurs avec des profils et des attentes diverses. »

De quoi souffrent donc les entreprises cotées selon Stout? D'une idée fautive, tout simplement. Et elle démontre le manque de fondements de cette idée sur trois plans:

- **Sur le plan juridique**, elle montre que, contrairement à ce que beaucoup croient, rien dans la législation américaine sur les entreprises n'impose à leurs dirigeants de maximiser les profits ou la valeur boursière (pour une analyse similaire des législations européennes, voir les ouvrages de Daniel Hurstel, en particulier *Homme, Entreprises, Société: Restaurer la confiance*).
- **Sur le plan économique**, elle constate que l'idée d'une obligation de maximiser

ser ceux-ci repose entièrement sur un enchaînement d'idées erronées quant à la nature économique même des entreprises, à savoir que les actionnaires seraient les propriétaires de celles-ci, qu'ils seraient les seuls créanciers résiduels de leurs profits et qu'ils seraient leurs mandants, responsables de l'engagement et du contrôle des managers, censés agir comme leurs mandataires. Elle affirme au contraire que les actionnaires ne sont propriétaires que d'eux-mêmes et des actions qu'ils détiennent: ainsi, ce n'est pas parce que vous êtes propriétaires d'actions Apple que vous pouvez vous permettre de rentrer dans l'un de leurs magasins et prendre un ordinateur sans le payer.

- **Sur le plan empirique**, Stout note que l'ensemble des recherches scientifiques ne permet pas de démontrer que les entreprises soumises à l'impératif de la valeur actionnariale performant mieux que les autres sur le long terme. Elle soutient par ailleurs que ces recherches se trompent en fait quant à la question à laquelle elles devraient tenter de répondre. En effet, le problème n'est pas tant de savoir si l'impératif de valeur actionnariale permet à une entreprise de mieux performer que de savoir s'il le permet aux entreprises dans leur ensemble. Pour illustrer ce point, Stout prend l'exemple de la pêche dans un lac. On peut pêcher au moins de trois façons différentes: à la ligne, au filet ou à la dynamite. Si un pêcheur se met à pêcher à la dynamite, il prendra vite plus de poissons que les autres. Mais si tous les pêcheurs commencent à pêcher à la dynamite, il y aura probablement dans un premier temps une croissance rapide de la prise collective de poissons, suivie à terme par une décroissance tout aussi rapide de celle-ci, le stock de poissons n'arrivant pas à se renouveler suffisamment vite.

JUSTE ÉQUILIBRE

Forte de cette triple démonstration, Stout en arrive à l'erreur fondamentale au cœur de l'idéologie de la valeur actionnariale: « l'actionnaire » qui est censé bénéficier théoriquement de cette maximisation est une abstraction. Dans la réalité, il n'y a pas un type d'actionnaire mais des investisseurs avec des profils et des attentes diverses:



L'analyse de Lynn Stout est porteuse d'espoir: bon nombre des problèmes causés par les entreprises n'ont pas pour origine la cupidité de leurs dirigeants ou de leurs actionnaires, mais leur adhésion presque religieuse à une idée profondément stupide.

- Certains peuvent vouloir investir pour des périodes courtes, d'autres pour plusieurs décennies, se préoccupant du développement de l'entreprise dans le long-terme;
- Les investisseurs qui financent une entreprise à ses débuts ont intérêt à ce que l'entreprise s'engage à traiter correctement ses clients et employés tandis que ceux qui investissent à un stade de plus grande maturité pourraient vouloir que l'entreprise renie de tels engagements;
- Certains investisseurs, extrêmement diversifiés, sont enclins à prendre en compte les effets systémiques induits par les entreprises dans lesquels ils ont investis tandis que d'autres, moins diversifiés, ont moins d'incitants à le faire;
- Enfin, de nombreux investisseurs sont « pro-sociaux », c'est-à-dire qu'ils sont disposés à sacrifier une partie de leur « return » pour permettre à l'entreprise d'agir de façon responsable dans la société; d'autres, au contraire, ne sont préoccupés que par leur retour sur investissements.

Or, une fois que l'on reconnaît la diversité des investisseurs, il devient évident que l'une des tâches les plus essentielles des membres des CA et des dirigeants d'entreprises est de trouver le juste équilibre entre les demandes potentiellement contradictoires de ces diffé-

rentes catégories d'investisseurs. L'idéologie de la valeur actionnariale au contraire fait l'impasse sur cet enjeu crucial en postulant implicitement que tous les actionnaires partagent une préoccupation unique: la valeur boursière à court terme. Et comme toujours l'idéologie ne se borne pas à se tromper sur ce qu'est la réalité: elle la façonne; elle induit dans une certaine mesure tous les actionnaires, malgré leur diversité, à penser qu'il est naturel et même souhaitable de se comporter comme cette abstraction peu flatteuse de l'actionnaire en tant qu'être humain: impatient, opportuniste, auto-destructeur et totalement indifférent au bien commun.

Au cœur de la crise profonde que nous traversons, l'analyse de Stout est donc porteuse d'espoir: bon nombre des problèmes causés par les entreprises n'ont pas pour origine la cupidité de leurs dirigeants ou de leurs actionnaires, mais leur adhésion presque religieuse à une idée profondément stupide. La bonne nouvelle est que nous pouvons changer d'idée! Et c'est pourquoi nous investiguerons à l'occasion du prochain séminaire de PhiloMa.org une idée susceptible de remplacer celle de la valeur actionnariale: celle de la valeur partagée. Envie de la partager? ●

LAURENT LEDOUX 