

GOUVERNANCE ET FINANCIARISATION

Michel Aglietta

EconomiX, CEPII et Groupama-AM

Problèmes posés par la gouvernance des entreprises

- L'individu dans la société : apports de la philosophie politique chinoise
- Rapport salarial, entreprise et propriété
- Parties prenantes et modèle de gouvernance
- La question cruciale de la comptabilité et la dérive financière
- Capitalisme financier et valeur actionnariale
- Actifs immatériels, capital naturel et création de valeur à long terme

L'individu dans la société

Apports de la philosophie politique chinoise

- La base confucéenne :
 - Pas « d'être » individuel, pas de transcendance : *le sens de l'humain (ren)* ne se construit que dans les relations à autrui. On devient humain par apprentissage éthique tourné vers l'harmonie : *le Dao*, principe qui unit tout ce qui existe. Le *ren* est le lien moral, partie intégrante du *Dao*, fondateur de tout ce qui est humain.
 - Philosophie directement politique : l'harmonie sociale par le *bon gouvernement* : institutionnalisation de la société par *le système des rituels (li)* : obligations croisées dont le modèle de base est la famille. « *Gouverner c'est être dans la Voie* ».
- La critique des légistes : *substituer la Loi à l'esprit rituel*
 - Le principe de moralité doit être universel (ne pas dépendre de l'égoïsme des passions qui pervertit les relations humaines). C'est *l'intérêt général* (une fin en soi)
 - Pour les confucéens l'organisation des rites reproduit celle de la nature (le *Dao*). C'est la culture qui fait l'humanité. Pour les légistes c'est la Loi qui est prépondérante. Elle procède directement du *Dao*, elle est la forme objective de la morale universelle.
 - La Loi fonde le contrat social entre le Souverain et le Peuple ≠ réciprocité rituelle. Elle inspire le bon gouvernement qui implique compétence et hiérarchie respectable.

Rapport salarial, entreprise et propriété

Qu'est-ce que le travail dans le capitalisme?

- La double séparation :
 - *Séparation de l'économie marchande* : la monnaie est la Loi de l'échange marchand. L'accès à la monnaie par la dette et la capacité de régler les dettes détermine la valeur
 - *Séparation créant une relation de pouvoir sui generis* : capitalistes ont accès à la monnaie pour financer l'acquisition des moyens de production / salariés ont accès à la monnaie en louant leurs capacités de travail
 - Il s'ensuit que l'accumulation de la monnaie pour elle-même (l'auto accroissement de la valeur) est la norme objective (« la morale ») du capitalisme. Elle est ambivalente puisqu'elle est aussi désir absolu de richesse.
- Le statut social du travail :
 - La séparation employeur / employé rend un ensemble de « personnes » incapables de se constituer en producteurs privés dans l'économie marchande
 - Ces « personnes » sont libres de louer leurs capacités de travail. La liberté est donc la mobilité du travail. La liberté individuelle s'accompagne donc de la subordination de la classe des salariés à celle des possesseurs des moyens de production.
 - Le salaire est le prix monétaire du loyer de la capacité de travail pour un temps donné

Contrat de travail et contrat d'échange

Contrat de travail

- Subordination dans l'exécution du contrat
- Risque économique non lié à l'exécution du contrat mais à la situation de l'entreprise
- Le contenu effectif du travail n'est pas l'objet du contrat
- La compensation monétaire est fondée sur le temps éventuellement modulée par une incitation (salaire d'efficiences) / standard
- Les innovations technologiques visant la baisse du coût salarial approfondissent la subordination avec les gains de productivité (intensité accrue du travail)

Contrat d'échange

- Autonomie dans l'exécution du contrat
- Risque économique liée à la demande pour le produit ou le service vendu
- Le contrat porte (imparfaitement) sur les caractéristiques du produit (définition de la qualité) qui est incorporée dans le prix
- Le revenu dépend de la validation du produit par vente sur le marché
- L'innovation technologique (si validée par les acheteurs) crée une demande de nouveauté qui absorbe une marge plus élevée du vendeur (quasi-rente d'innovation)

L'entreprise et la propriété

Étendre le droit de propriété à un groupe humain (l'entreprise) ne va pas de soi :

- La propriété du capital n'est pas celle d'une chose mais d'un processus de création de valeur par la *subordination contractuelle* des capacités humaines.
- Le contrat de travail est *incomplet* parce que les capacités humaines sont inaliénables → La subordination est limitée par la loi (droit du travail).
- La subordination signifie que quiconque commande le travail d'autrui a le droit de ne pas en prédéterminer contractuellement le contenu.
- Étant parties prenantes à la création de valeur d'une manière qui ne peut être complètement contractualisée, les capacités humaines deviennent *des actifs intangibles dont les porteurs sont des ayants droits résiduels sur la valeur totale de la firme* → *Stakeholders*

La société privée est le propriétaire de l'entreprise

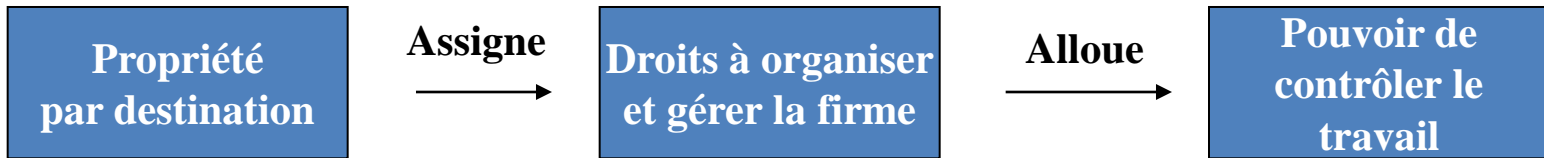
- L'entreprise n'est pas un nœud de contrats. C'est le domaine collectif dans lequel le capital accomplit son but : **l'auto accroissement de la valeur**, impératif catégorique du capitalisme.
- Ce but abstrait pénètre toute l'économie. Il est formalisé par le droit en tant que universel juridique : **la société privée**.
- La société privée est le propriétaire de l'entreprise en tant que personne morale pour autant qu'il y a création de valeur : **C'est un propriétaire *par destination* représenté par son conseil d'administration**.
- La responsabilité du Conseil/ses ayants droits est celle de représentants/ bénéficiaires, pas d'un agent/principal. Elle n'est pas hiérarchique. **Le Conseil est le lieu du pouvoir stratégique**.

L'entreprise est une équipe coordonnant les actifs intangibles

- Les actifs intangibles sont spécifiques par leur complémentarité qui engendre une **quasi-rente**.
- **La gouvernance est un jeu de coordination** des intérêts multiples des ayants droits subordonnés sous l'objectif de max de la valeur totale de la firme.
- Les jeux de coordination avec complémentarités stratégiques ont des équilibres multiples : **différents modèles de gouvernance et possibilité de faillites de gouvernance**.

Parties prenantes et modèles de gouvernance

- De la création de valeur à la norme de gouvernance :



- L'exécution du travail dépend de la coordination selon la norme de gouvernance. C'est la source du pouvoir des managers.
- La gouvernance est le mode de contrôle qui évite que le pouvoir soit confisqué dans l'intérêt des seuls managers. L'organe en est le conseil d'administration.

La formation d'un intérêt commun

- Les parties prenantes ont des intérêts multiples qui doivent être représentés dans le Conseil. Celui-ci est l'organe politique en ce qu'il détermine les buts de l'entreprise conforme au principe universel de la valorisation.
- La délibération du Conseil doit former **un objectif commun, donc** une visée stratégique qui est codifié dans une norme de gouvernance pour être mise en application.
- Le Conseil contrôle le management, donc la technostucture de l'entreprise selon cette norme, à condition d'être un contre-pouvoir :
 - Séparation président du conseil/PDG
 - Organes de contrôle interne (comités, d'audit, de recrutement, de rémunération,...) sous l'autorité du Conseil et séparés du management opérationnel
 - Critères objectifs et instruments de mesure des performances du management
 - Agenda sous la responsabilité de la présidence du Conseil

Les modes de gouvernance

<i>Formes du contrôle</i>	<i>Contrôle interne + supervision des créanciers</i>	<i>Contrôle par le marché boursier</i>	<i>Contrôle par les détenteurs de blocs d'actions</i>	<i>Contrôle par les investisseurs institutionnels</i>
<i>Objectifs de la société et base d'évaluation</i>	Croissance soutenable à LT. Règles internes de partage	Maximisation du rendement total des actions sur le marché boursier	ROE stable et élevé. Contrôle centralisé du cashflow	Maximisation de la valeur totale à LT de l'entreprise
<i>Structure du conseil d'administration et contrôle des dirigeants</i>	Domination des dirigeants limitée par la techno-structure	Administrateurs indépendants	Participation des actionnaires maj. Reflétant le réseau des intérêts financiers	Composé de manière à refléter la compétence et à favoriser l'activisme
<i>Influence de l'environnement financier</i>	Contrainte de dette. Relation de LT avec les banques	Menace d'OPA hostile. Liquidité du marché pour actionnaires individuels	Intérêt partagé et pression par le CA Isolation du marché boursier	Objectifs stratégiques tenant compte des externalités macro.
<i>Types de capitalisme</i>	CORPORATISTE	PRÉDATEUR	ÉLITE FINANCIÈRE	ACTIONNAIRE UNIVERSEL

La question cruciale de la comptabilité et la dérive financière

Les problèmes fondamentaux de la comptabilité

Les valeurs articulées dans les comptes sont de statuts économiques disparates :

- **valeurs réalisées** contre paiements avérés
- **valeurs imputées** (dépréciation des actifs corporels)
- **valeurs supputées** (mark-to-model)
- **valeurs substituées** (mark-to-market)

Que peut signifier la juste valeur face à cette disparité irréductible ?

Ce devrait être le meilleur compromis entre les qualités recherchées par les normes comptables.

Les qualités des normes comptables

- **Pertinence** : refléter la réalité économique mesurée
- **Fiabilité** : garantir l'impossibilité de manipulations
- **Comparabilité** pour l'allocation des capitaux

Les IFRS posent problème sur les trois critères :

- Elles ignorent l'essentiel des actifs incorporels (traités en charge d'exploitation) qui sont une source majeure de la performance des entreprises et de leurs risques extra financiers.
- Elles vident le résultat financier de signification économique
- Aucun organe d'interprétation autorisé n'est prévu pour l'application dans les situations spécifiques.
- La comparabilité par l'unicité du principe *mark-to-market* entre en conflit avec la spécificité des risques bancaires et assurance.

Statut de la comptabilité et particularité des normes IFRS

- Un bien public à production privée
- Un bien commun à des utilisateurs aux intérêts variés
- Une logique rigoureuse mais truffée de conventions

Les normes IFRS : s'aligner unilatéralement sur un seul point de vue en prétendant qu'il contient tous les autres.

Le problème majeur : la conception de l'entreprise

- L'IASB a une conception **statique** : l'entreprise est un portefeuille d'actifs qui doivent être évalués séparément à leur valeur liquidative instantanée
Gouvernance actionnariale
- Elle s'oppose à la conception **dynamique** : l'entreprise est une organisation, c.a.d. un ensemble coordonné d'actifs spécifiques et complémentaires dans un système organisé hors marché dont la finalité en direction du marché est la profitabilité dans la durée (*going concern*) → *Gouvernance partenariale*
- Les IFRS ne s'opposent pas qu'aux coûts historiques, mais au meilleur ensemble de conventions qui peuvent être négociées entre les parties prenantes : **juste valeur**
 - Elles ignorent l'essentiel des actifs immatériels (traités en charge d'exploitation) qui sont une source majeure de la performance des entreprises et de leurs risques extra financiers.
 - Elles vident le résultat financier de signification économique
 - Aucun organe d'interprétation autorisé n'est prévu pour l'application dans les situations spécifiques.
 - La comparabilité par l'unicité du principe *mark-to-market* entre en conflit avec la spécificité des risques bancaires et assurance

Capitalisme financier et valeur actionnariale

Logique financière de la valeur actionnariale

Valeur actionnariale = norme de rentabilité et contrainte de gestion :

- MEDAF permet de déterminer :

(i) rentabilité d'équilibre des fonds propres : $\rho = i + \beta (\rho_m - i)$

(ii) coût du capital : $Cmpc = \rho.FP/K + r.D/K = \rho - (\rho - r).D/K$

Avec i le taux d'intérêt sans risque, ρ_m la rentabilité du portefeuille de marché, β le risque de l'entreprise, r le coût moyen des dettes, FP la valeur comptable des fonds propres, D la valeur comptable des dettes et $K = FP + D$ la valeur comptable de l'actif économique.

Expression (ii) permet de faire apparaître le levier financier.

Logique financière de la valeur actionnariale

$$\begin{aligned}EVA &= R - \rho.FP \\ &= (ROE - \rho).FP \\ &= (ROA - Cmpc).K,\end{aligned}$$

avec R le résultat net, $ROE = R/FP$ et $ROA = (R+rD)/K$

$$MVA_{t_0} = \sum_{t=t_0}^T \left[\frac{EVA_t}{(1 + Cmpc_t)^t} \right]$$

Effet sur le comportement des firmes

1. *Levier d'endettement* : permet de réduire le C_{mpc} (si $\rho > r$) et donc d'accroître l'EVA et/ou la MVA
2. *Stratégie de réduction de la base d'actifs (asset light)* : économie en capital, qui permet d'accroître ROE ou ROA.
3. *Rachat d'actions* : là encore, économie en capital
4. *Stock-options* : recherche de la maximisation du cours boursier à court terme et extraction du cash-flow

Extension du modèle de la valeur actionnariale en Europe

- Rapprochement accéléré du modèle anglo-saxon :
 - Prépondérance des investisseurs institutionnels à portefeuilles diversifiés, disparition des actionnaires de référence et donc du contrôle majoritaire dans la durée
 - Valeur boursière comme représentation unique de l'intérêt des actionnaires, endettement comme levier du contrôle de propriété
- Actionnariat des entreprises européennes (21 pays) : propriété des actions :

% du total	2003	2008
Invests étrangers	29	37
Banques et fonds domestiques	32	27
Individus	16	14
Secteur public	4	5
Entreprises industrielles	19	17

Échec du modèle de gouvernance actionnariale dans l'euphorie financière et dans la crise

- Les actionnaires institutionnels se sont laissés griser par l'ambiance euphorique des marchés : obsession des gains CT poussant les firmes à leviers de dettes ↑
- Mandat de délégation des administrateurs de fonds aux gérants d'actifs au détriment des épargnants : critères de rendement sur 3 mois et palmarès
- Passivité/ *due diligence* → capture de la gouvernance par une élite financière (dirigeants des firmes, banquiers d'affaire, gérants HF et PE, cabinets conseil et juridiques, agences de notation)
- Échec des chartes de gouvernance et de la nomination des administrateurs indépendants dans les CA surtout dans la finance, neutralisation des comités de contrôle de risque et manipulation des comités de rémunération et de recrutement par les managers des firmes → pas de contre-pouvoirs aux prises de risque excessives, aux manipulations comptables
- **Ce qui manque cruellement ce sont des actionnaires ayant une culture de LT**

Actifs immatériels, capital naturel et création de valeur à long terme

Conflits entre conceptions du capitalisme

Progrès social

- Long terme
- Esprit d'entreprise
- Viabilité de l'entreprise : max du profit à LT
- Risques extra financiers gérés par gouvernance
- Complémentarité des actifs : coordination d'équipe
- Spécificité des actifs et irréversibilité des invests : immobilisations

Valeur actionnariale

- Court terme
- Mentalité de spéculation
- Max du rendement boursier pour l'actionnaire
- Risques financiers gérés par diversification
- Substituabilité des actifs : arbitrage
- Liquidité des actifs : option de sortie

Dépasser le conflit : le LT va s'imposer dans les facteurs de la croissance

- **La transition démographique implique :**
 - La socialisation des risques liés aux plans de retraite
 - La possibilité d'un transfert intergénérationnel d'épargne entre pays à plafonnement ou baisse et pays à croissance de la pop d'âges actifs
- **Économie de la connaissance :** importance accrue des actifs immatériels dans les facteurs de croissance (info numérisée, R&D, organisation du travail, qualité de gouvernance) :
 - Complémentarités, Externalités
 - Prépondérance du capital humain
- **Développement durable :** implique de valoriser tout le capital, y.c. le capital naturel → planification stratégique par les prix pour modifier structure des rendements et risques :
 - Instituer une valeur sociale du carbone pour valoriser un nouvel actif réel : *la tonne de CO² évitée* et développer sur cette base une innovation générique
 - Construire une intermédiation financière de LT : certificats carbone émis par banque centrale, project bonds, Fonds vert pour attirer investisseurs LT

RSE et stratégie d'entreprise

- Valeur actionnariale vs responsabilité sociale : dépasser par une sorte de « *contrat social implicite* » liant les entreprises aux collectivités
- Valeur actionnariale occulte 2 réalités :
 - Ignorer les enjeux sociaux rend les entreprises vulnérables/ légitimité de leurs stratégies
 - Les pressions sociales (sécurité des produits et des conditions de travail, impacts sur l'environnement) influencent les perspectives de LT des profits
- Les enjeux sociaux sont des sources d'opportunité de création de valeur (médicaments génériques, alimentation et santé, énergie + propre et + économe) boquée par la contrainte du rendement financier instantané
- Incorporer les enjeux sociaux dans les plans stratégiques des entreprises pour établir des liens quantifiables entre profit et utilité sociale de l'entreprise :
 - Impliquer les CA et construire des indicateurs pour anticiper les pbs sur la santé
 - R&D et redéploiement des actifs sur technologies réhabilitant l'environnement par mesure des risques sociétaux des nouvelles technologies
 - Aménager l'organisation des entreprises pour le maintien des travailleurs âgés en activité efficace.

Évaluation ISR et investissement financier à LT

- Investisseurs ISR doivent se doter d'un référentiel RSE en guide d'évaluation :
 - En l'absence de codification publique les meilleures pratiques servent de benchmark
 - Référentiels – (d'exclusion) : rejeter des investissements à partir de critères d'exclusion concernant des activités destructrices de l'environnement ou des pratiques de violation de droits sociaux
 - Référentiels+ (de sélection) : gouvernance d'entreprise/ équité, rémunérations des dirigeants, transparence, etc..
- Analyse extra-financière par méthodes de scoring (une métrique mais pb pondérations), typologies (mais arbitraires) ou scénarios (hyps à horizon < 5ans) pour évaluer l'exposition d'un investisseur financier à des risques environnementaux et sociaux :
 - *Approche managériale* : évaluer l'organisation des entreprises
 - *Approche du risque* : évaluer l'exposition de l'entreprise aux risques sociaux et environnementaux et la capacité du management à la réduire
 - *Approche des coûts d'internalisation des externalités négatives* : pb. monétiser les impacts d'externalités qui ont une valeur de non usage sans valeur sociale du carbone
 - *Approches de valeurs immatérielles* : mesurer la productivité marginale de facteurs non répertoriés en capital par la comptabilité