



**ALTER-GOUVERNANCE**  
chaire de recherche

**Droits de propriété et nature de la firme : une évaluation critique  
de l'apport du courant Law and Economics à une théorisation du  
gouvernement d'entreprise**

**Xavier HOLLANDTS**

Enseignant-chercheur en Stratégie et gouvernance des entreprises  
France Business School campus Clermont

Chaire Alter-Gouvernance  
Membre du CRCGM

Chercheur associé Institut Français de Gouvernement des Entreprises

Note 2013001

## Résumé

Le gouvernement d'entreprise met aux prises les actionnaires et les dirigeants. Il semble parfois communément admis que les dirigeants doivent gérer l'entreprise dans l'intérêt prioritaire des actionnaires, assimilés aux propriétaires légitimes de l'entreprise. De cette vision émerge la notion de droit légitime des actionnaires à gouverner l'entreprise et le comportement et les performances des dirigeants. Cette vision, tributaire de l'approche économique-financière dominante dans le champ du gouvernement d'entreprise, s'appuie sur un maillage théorique solide associant à la fois l'économie et le droit (Law & Economics). Dans cet article, nous analysons de manière critique cette conception de la firme et de son gouvernement où la notion de propriété de l'entreprise est centrale et conduit les actionnaires à être considérés de manière abusive comme les propriétaires de l'entreprise. Dès lors, nous évaluons dans une seconde partie l'apport du courant plus contemporain dénommé *Team Production* qui, en puisant ses racines dans la nouvelle théorie des droits de propriété de Rajan et Zingales (1995,2000), renouvelle la question séminale de la nature de la firme et partant, du gouvernement de l'entreprise. Enfin, nous nous interrogeons, dans ces deux approches, sur la place et le rôle que peuvent jouer les salariés dans les structures de gouvernance de leurs entreprises.

## Abstract

*Corporate governance deals with the relationship between shareholders and executive managers. It seems generally accepted that executive managers must run the company in the prior interest of shareholders, similar to rightful owners of the company. In this vision, emerges the legitimate right for shareholders to govern the company. This vision depends on the financial-economic approach, dominant in the field of corporate governance based on a sound theoretical grid involving both economics and law (Law & Economics). In this paper, we analyze critically the question of the nature of the firm and its corporate governance, where the concept of ownership is central and leads the shareholders to be treated improperly as business owners. Therefore, we evaluate in a second part, the current imput of the team production approach rooted in the new property rights theory proposed by Rajan and Zingales (1995, 2000). The latter approach renews the seminal question of the nature of the firm and hence the concept of corporate governance. Finally, we discuss in these two approaches, the place and role for non-executive employees in the governance structures of their companies.*

## Mots clés / Keywords

Droit de propriété, nature de la firme, Team production, Law & Economics  
*Property Rights, Nature of the firm, Team Production, Law & Economics*

# Sommaire

Introduction .....	5
<b>1 La théorie des droits de propriété et fiction légale .....</b>	<b>7</b>
<hr/>	
<b>1.1 La nature de la firme dans la théorie des droits de propriété ou l'emprunt des économistes à la théorie juridique de la fiction légale et de l'agrégat .....</b>	<b>7</b>
<b>1.2 Théorie des droits de propriété et efficacité économique .....</b>	<b>9</b>
1.2.1 <i>Droits de propriété et efficacité économique .....</i>	<i>10</i>
1.2.2 <i>Types de propriété et efficacité économique.....</i>	<i>12</i>
<b>1.3 La question de la primauté actionnariale : l'approche contractualiste .....</b>	<b>13</b>
<b>1.4 Quelle place pour les salariés ?.....</b>	<b>16</b>
<b>2 A qui l'entreprise appartient-elle ? L'apport du courant Team production .....</b>	<b>18</b>
<hr/>	
<b>2.1 Vers de nouveaux fondements des droits de propriété .....</b>	<b>18</b>
<b>2.2 L'approche Team Production of Corporate Law .....</b>	<b>19</b>
2.2.1 <i>Propriété et pouvoir dans la firme.....</i>	<i>20</i>
2.2.2 <i>Quelle structure de gouvernement et de décision ?.....</i>	<i>21</i>
<b>2.3 Quelle place pour les salariés ?.....</b>	<b>23</b>
Conclusion.....	25
Bibliographie.....	27



## Introduction

Dans un ouvrage remarqué, Mark Roe s'interrogeait en 1994 sur le rapport de forces entre dirigeants et propriétaires de l'entreprise. Le titre de son ouvrage laissait peu de place au doute puisqu'il s'intitulait : « Strong Managers, Weak Owners » [1994]. Ainsi au milieu des années 1990, les dirigeants semblaient avoir une position privilégiée dans le gouvernement de leur entreprise, profitant sans doute de la relative passivité des actionnaires [Gomez 2001 ; Moore et Reberioux 2009]. Nous étions alors dans une phase qualifiée d'après les observateurs de gouvernance managériale, où les dirigeants, héritiers de la technostructure [Galbraith 1967], avaient relativement peu de contre-pouvoirs face à eux. Cependant au tournant des années 2000, un personnage absent pour certains, démobilisé, passif voire dispersé, fait son retour : l'actionnaire. Une fois de plus, les titres des ouvrages de l'époque sont signifiants puisque Sophie L'Hélias nous annonce en [1997] « le retour de l'actionnaire ». Actionnaire qui semblait avoir relativement disparu du paysage du gouvernement d'entreprise depuis l'entre-deux-guerres. Dans leur ouvrage célèbre, Berle et Means [1932], outre leur conceptualisation de la problématique centrale du gouvernement d'entreprise (la séparation propriété/contrôle), avaient souligné dès l'entre-deux-guerres l'éclatement de « l'atome actionnarial » qui ne favorisait pas l'existence de contre-poids à la prise de pouvoir progressive des managers dans la grande entreprise. L'actionnaire opérant peu à peu son retour, se manifeste par des comportements de plus en plus actifs et impliqués (l'activisme actionnarial [Girard 2001])<sup>1</sup>, qui deviennent symptomatiques d'un retour aux affaires de ces mêmes actionnaires. Dès lors, l'objet du gouvernement d'entreprise se cristallise autour des relations (potentiellement tendues) existant entre les actionnaires et les dirigeants. La problématique centrale du gouvernement d'entreprise porte sur la séparation des fonctions de propriété et de contrôle, qu'on fait traditionnellement remontée d'un point de vue conceptuel à Berle et Means [1932], même si cette problématique était déjà présente dans la vie des affaires dès le 17<sup>e</sup> et 18<sup>e</sup> siècle [Frentrop 2003]. Cette problématique est classiquement analysée comme une relation d'agence entre actionnaires et dirigeants ; les actionnaires déléguant leur pouvoir légitime de direction (en tant que « propriétaires légitimes ») aux dirigeants, qui dirigent concrètement l'entreprise. Cependant les dirigeants peuvent avoir des objectifs potentiellement différents de ceux des actionnaires (des intérêts divergents). Ces conflits potentiels peuvent naturellement porter sur la stratégie de l'entreprise, ses objectifs, mais également ses relations avec ses parties prenantes ou encore la structure et le montant des rémunérations des dirigeants. Ces divergences potentielles, dénommées « conflits d'agence », constituent la problématique standard du gouvernement d'entreprise [Moore et Reberioux 2009]<sup>2</sup>. La qualité de la surveillance (exercée par les actionnaires) sur ceux qui contrôlent l'entreprise (les dirigeants) devient essentielle à la *bonne* gouvernance de l'entreprise. Dans ce système, les actionnaires semblent être placés en « surplomb » des autres parties prenantes, au motif qu'ils apparaissent aux yeux de beaucoup comme les « propriétaires » de l'entreprise. Dans cette perspective, le gouvernement d'entreprise vise dès lors à encadrer et inciter les dirigeants à avoir des comportements adéquats, c'est-à-dire, créant (ou ne détruisant pas) de valeur pour l'actionnaire [Fama et Jensen 1983 ; Charreaux 1997]. Au final, de la bonne gouvernance de l'entreprise, c'est-à-dire, de la qualité et du dosage de la surveillance et des incitations destinées aux dirigeants dépend in fine, une grande partie de la performance et de la création de valeur de l'entreprise [Fama et Jensen 1983].

---

<sup>1</sup> Cette forme d'intervention et de relations entre les actionnaires et les dirigeants ne date évidemment pas de cette époque comme en témoigne par exemple le conflit célèbre opposant en 1919 Henry Ford aux frères Dodge. On peut se reporter à Girard [2001] ou Clément [2007] pour plus de précisions.

<sup>2</sup> Comme le relèvent Hansmann et Kraakman [2001], la théorie de l'agence se base sur une philosophie de la *dépossession* ou comment le pouvoir perdu peut-il être reconquis ?

Cependant, depuis quelques années, certains observateurs dénoncent les dérives de cette surveillance des actionnaires, qui, pour simplifier, n'auraient qu'un but essentiel, celui de voir la création de valeur de l'entreprise s'améliorer sans cesse [Lordon 2000]. La notion de création de valeur devient dès lors centrale dans les débats car elle constitue à la fois le meilleur objectif et la meilleure « mesure » de la qualité de la surveillance des actionnaires et des divergences potentielles d'intérêts [Lazonick et O'Sullivan 2000 ; Hillman et Keim 2001 pour une discussion].

Au nom du pouvoir conféré par la propriété des titres, les actionnaires seraient en mesure d'exercer un contrôle, en dernier ressort, de la stratégie et des performances de l'entreprise au motif qu'ils peuvent être assimilés aux « propriétaires légitimes » de l'entreprise. Cette vision qui semble aujourd'hui largement admise [Aglietta et Reberioux 2004 ; Gomez et Korine 2009] semble actuellement remise en cause par certains auteurs se réclamant d'une approche combinée entre droit et économie (dénommée Law & Economics aux Etats-Unis). Dire que les actionnaires sont les propriétaires de l'entreprise (ce qui du coup justifierait toutes les prérogatives dont ils se prévalent) relèverait au mieux d'une confusion du point de vue juridique qui conduirait à un hold-up de ces mêmes actionnaires sur l'entreprise et in fine, sur son gouvernement [Robé 2001].

Prenant acte de ce débat théorique, juridique et économique, lourd de conséquences, l'objectif de cet article est de s'interroger sur, non pas la propriété de l'entreprise, puisque cela ne semble pas être le bon angle d'attaque de cette question, mais sur le droit légitime à gouverner l'entreprise. Peut-il être fondé sur la simple détention de titres de l'entreprise ou peut-il être fondé sur d'autres éléments ?

Dans cet article, l'objectif est d'évaluer les arguments fondant un ou des droits légitimes à participer au gouvernement de l'entreprise. Notre approche s'appuie délibérément sur le courant Law & Economics qui, combinant aussi bien les contributions de juristes que d'économistes du droit, nous semble porteur d'une richesse incontestable. Nous verrons dans une première partie, que la Théorie des Droits de Propriété a incontestablement offert une armature juridico-économique aux partisans de l'approche actionnariale, qui tend à assimiler les actionnaires aux « propriétaires » de l'entreprise. Cette approche repose cependant sur une argumentation simple. Les actions représenteraient des titres de propriété de l'entreprise et les individus possédant des actions seraient de ce fait assimilés à des « propriétaires » de l'objet de ce titre de propriété, c'est-à-dire l'entreprise elle-même. Dès lors, il paraît naturel que les dirigeants doivent au minimum intégrer les préoccupations et les objectifs de leurs actionnaires. Certains, ayant dénoncé les dérives de cette mainmise des actionnaires sur les entreprises [Aglietta et Réberioux 2004] dans un régime qualifié de gouvernance actionnariale [Batsch 2002], il convient de s'interroger sur la réalité de cette conception et sur les conséquences potentielles. Cependant, nous ne pouvons ignorer le fait que dans le courant Law & Economics certains auteurs défendent une autre approche, parfois dénommée Nouvelle Théorie des Droits de Propriété [Gomez 2003] qui d'une part, tente de démontrer que les actionnaires ne peuvent juridiquement être considérés ou assimilés de près ou de loin aux propriétaires de l'entreprise et qu'à ce titre, ils disposent de la même légitimité que les autres parties prenantes. Par ailleurs, cette approche, axée sur la contribution des parties prenantes à la création de valeur, remet presque paradoxalement au centre de la gouvernance les apporteurs de ressources critiques que sont les salariés. En guise de conclusion, nous nous interrogeons sur la possibilité et la réalité d'une (nouvelle) gouvernance basée sur ces principes différents, qui semble recevoir de plus en plus d'échos (comme en témoigne par exemple le récent rapport du Centre d'Analyse Stratégique remis au Premier ministre le 1<sup>er</sup> juin 2010)<sup>3</sup>.

---

<sup>3</sup> Centre d'Analyse Stratégique, Benhamou S. (dir.), Améliorer la gouvernance d'entreprise et la participation des salariés, juin 2010, La Documentation Française.

# 1 La théorie des droits de propriété et fiction légale

## 1.1 La nature de la firme dans la théorie des droits de propriété ou l'emprunt des économistes à la théorie juridique de la fiction légale et de l'agrégat

Pour les théoriciens des droits de propriété, la firme est une *fiction légale*. Autrement dit, l'entreprise n'a pas d'existence réelle, elle n'est au mieux qu'une métaphore juridique [Machen 1911]. L'entreprise n'a d'existence légale que parce qu'elle procède d'une fiction légale qui tend à la considérer comme une « individualité » [Hodgson 2002]<sup>4</sup>. Seuls existent les contrats formels et informels, passés entre les possesseurs des facteurs de production, les fournisseurs et les consommateurs [Furubotn et Pejovich 1972, Fama et Jensen 1983]<sup>5</sup>. Cette conception de la firme trouve un prolongement naturel dans la théorie de l'agence, dominante dans l'approche financière de la gouvernance, puisque l'article fondateur de Jensen et Meckling [1976] tente de construire une théorie de la structure du capital basée sur la théorie des droits de propriété, de l'agence et la théorie financière. Pour ces auteurs, la firme est une fiction légale qui permet l'établissement de relations contractuelles entre les individus (personnifiant les facteurs de production) (« It is important to recognize that most organizations are simply legal fictions (By legal fiction we mean the artificial construct under the law which allows certain organizations to be treated as individuals) which serve as a nexus for a set of contracting relationships among individuals» [Jensen et Meckling 1976, p.314]). La firme sert alors d'habillage juridique à un processus complexe par lequel les objectifs conflictuels des individus sont conduits à un équilibre à l'intérieur d'un cadre constitué de relations contractuelles [Jensen et Meckling 1976] ; (Voir Kirat [1998] pour une analyse approfondie de cette question). La doctrine de la suprématie actionnariale (*shareholder primacy*), nous allons le voir un peu plus loin, est directement fondée sur cette approche purement contractualiste de la firme [Easterbrook et Fishel 1991].

Le débat sur la nature de la firme déborde du simple cercle des juristes et des économistes puisque French en [1979] s'interroge, dans une revue de philosophie, sur la nature de la firme qui est considérée comme une « personne » alors que les philosophes débattent eux-mêmes des attributs qui confèrent le statut de personnalité. Ainsi, il semble que la nature de la firme, qui est une question centrale de la théorie économique depuis Coase [1937], soit assez rapidement évacuée par les théoriciens des droits de propriété en considérant que la firme, objet de droits, n'est qu'un paravent légal destiné à organiser les relations contractuelles qui structurent l'ensemble des relations économiques et sociales. Jensen et Meckling [1976] prolongent ce raisonnement en précisant que la firme en tant que fiction légale ne peut être considérée comme une personne qui serait susceptible d'avoir des objectifs ou une quelconque responsabilité sociale. Seuls les individus, donc les personnes, sont susceptibles d'avoir des objectifs et une éventuelle responsabilité sociale<sup>6</sup>.

La conception de la société comme fiction légale renvoie d'un point de vue juridique à un débat fondamental qui concerne la conception de la société. De ce point de vue la théorie économique de la fiction légale renvoie notamment à deux des trois principales théories de la société (« corporation ») qui ont pu être proposées jusqu'à présent [Lan et Heracleous 2010]. La théorie économique de la fiction légale renvoie en premier lieu à la théorie juridique de la fiction qui se diffuse dès la fin du 19<sup>e</sup> siècle avec les travaux de Von Jehring et Hohfeld [Letza, Sun et Kirikbride, 2004]. La théorie de la fiction considère que la société n'est qu'une entité artificielle

---

<sup>4</sup> "The 'fictional' nature of this construct was that contractual considerations that applied to individuals would also apply to partnerships or incorporated firms" [Hodgson 2002, p40].

<sup>5</sup> "There is in a very real sense only a multitude of complex relationships (i.e., contracts) between the legal fiction (the firm) and the owners of labor, material and capital inputs and the consumers of output." [Jensen et Meckling, 1976, p311].

<sup>6</sup> Cet argument renvoie à la position célèbre de Friedman, qui en [1970], précise que la seule responsabilité sociale des entreprises est d'augmenter les profits, ce qui in fine, doit augmenter, dans une perspective paréto-optimale, le bien-être de la société.

créée uniquement par la volonté de l'Etat qui autorise notamment son immatriculation. Cette conception est assez proche d'une seconde, l'approche contractualiste ou la théorie de l'agrégat, qui considère que l'entreprise n'est qu'une agrégation de personnes physiques engagées par des contrats passés entre elles ; la société n'existe en tant qu'entité distincte et la société n'est que la somme de toutes ses parties [Hager 1989]. Le point commun de ces deux approches est bien évidemment de dénier toute existence ou toute réalité à la société en tant que personne morale. A ce titre, les droits et les devoirs d'une personne fictive - la firme - ne peuvent nécessairement qu'être juridiquement proches de ceux d'une personne physique [Williston 1888 cité par Chassagnon 2011a], puisque la société n'existe que parce que l'Etat autorise son existence (théorie de la fiction)<sup>7</sup> et que parce que des individus ont délibérément souhaité créer une société (théorie de l'agrégat). Ainsi, la théorie économique contractualiste en mobilisant le concept de fiction légale synthétise ces deux approches juridiques en considérant que l'entreprise n'existe pas par sa propre volonté mais seulement par la volonté de l'Etat ou par la volonté d'un rassemblement d'investisseurs privés, c'est-à-dire d'actionnaires. A l'inverse, la troisième et dernière théorie, la théorie de l'entité réelle, considère au contraire que la société existe en tant que personne morale, dotée d'attributs différenciés y compris d'une volonté ou d'objectifs propres [Hager 1989 ; Phillips 1994 ; Mitchell 1999].

La théorie de la fiction légale s'est développée dans l'analyse économique au travers de la théorie des droits de propriété et de la théorie de l'agence qui partage une analyse commune de l'entreprise (et non de la « société »). Pour ces deux courants (rangés sous la bannière des théories économiques *contractualistes*)<sup>8</sup> l'entreprise n'est qu'une agrégation d'intérêts individuels. Puisque l'entreprise n'est qu'une fiction légale, il y a alors une relation directe entre les intérêts des actionnaires et les décisions des dirigeants prises au nom de l'entreprise, c'est-à-dire de ses propriétaires [Allen 1992 ; Mayson 1994]. En France, le débat autour de la conception de la société en droit français s'est articulé autour de deux approches : la théorie institutionnelle et la théorie fonctionnelle (voir encadré page suivante).

---

<sup>7</sup> Au début du 19<sup>e</sup> siècle, le Juge John Marshall dans l'affaire *Dartmouth College vs Woodward* (1819 - 17 U.S. 518) définit la corporation dans les termes suivants : « A corporation is an artificial being, invisible, intangible and existing only in the contemplation of the law » (cité par Lizée [1994])

<sup>8</sup> Comme le soulignent Lan et Heracleous [2010, p295], la théorie juridique contractualiste a précédé les théories économiques contractualistes s'appuyant explicitement sur la notion de fiction légale puisque dès la fin du 19<sup>e</sup> siècle certains juristes décrivent la société comme un agrégat formés par la volonté de contracter de certaines personnes physiques [Beach 1891, Taylor 1902].

### *Encadré : Les théories juridiques françaises de la société*

La théorie institutionnelle du Professeur Hauriou : La société résulte plus d'une institution que d'un contrat. L'intérêt social de la société dépasse les intérêts particuliers des parties prenantes et englobe les intérêts des salariés, des actionnaires, des créanciers, des fournisseurs, des clients, voire de l'Etat [Paillusseau 1984]. La théorie institutionnelle met aussi en avant le rôle important joué par les institutions administratives, donc l'Etat, qui permet juridiquement aux sociétés d'exister, notamment à travers les procédures d'enregistrement ou d'immatriculation, de dissolution, etc... La théorie contractuelle met avant le rôle prépondérant des associés qui concrétisent leur volonté de créer une société par le biais d'un contrat tel que cela est exposé à l'article 1832 du Code Civil<sup>9</sup> : la société est avant tout un contrat et à ce titre les partisans de cette approche s'opposent aux partisans de l'approche institutionnelle : pour eux, l'intérêt de la société est avant tout celui des associés.

La théorie fonctionnelle de la société : cette approche développée notamment par le Doyen Ripert et l'Ecole de Rennes, sort de ce débat pour avancer l'idée que la société est au service d'une finalité. Pour le P<sup>r</sup> Paillusseau, la société n'est qu'une technique juridique au service de l'entreprise, une notion juridique permettant à l'entreprise d'accéder à la vie juridique et de l'organiser ; la société est alors le « vêtement juridique » de l'entreprise [Paillusseau 1984].

Il est à noter dans ce débat sur la nature de la société, qu'aussi bien le législateur français que la jurisprudence française ne se sont prononcés expressément pour une de ces trois approches. En revanche, la Cour de Justice des Communautés Européennes s'est explicitement prononcée, dans un arrêt du 10 mars 1992, pour la théorie contractuelle de la société en reconnaissant que les liens existant entre la société et ses actionnaires étaient définis par un contrat et que l'ensemble des relations entre les participants à la vie de la société relevaient d'une nature contractuelle.

## **1.2 Théorie des droits de propriété et efficacité économique**

Dès la fin du 19<sup>e</sup> siècle, les juristes parviennent à établir une conception de la société conçue comme un rassemblement d'intérêts privés confondus dès lors avec la volonté de la société en tant qu'organisation et objet de droits. Pour reprendre l'expression du Pr. Paillusseau, la société est le « vêtement juridique » une conception de la firme transparente, voulue et dirigée par la seule volonté de l'entrepreneur et de ses associés éventuels. Car après tout, la notion d'*affectio societatis* est un élément constitutif majeur de la société en droit. Cependant, peu à peu un glissement s'opère entre la notion de *société* et la notion d'*entreprise*. Comme le souligne encore Paillusseau [1984], « *il n'est pas étonnant que les juristes aient ignoré l'entreprise à l'époque où se construisait l'essentiel du droit des sociétés. La notion d'entreprise n'a été dégagée que très tardivement par les économistes qui la confondaient avec la personne de l'entrepreneur, personne physique ou groupement* ». Ainsi, les économistes et notamment les théoriciens des droits de propriété qui, rappelons-le, regroupe aussi bien des économistes que des juristes, vont opérer cette fusion voire cet amalgame entre *société* et *entreprise*, en s'appuyant notamment sur la théorie

---

<sup>9</sup> « La société est instituée par deux ou plusieurs personnes qui conviennent par un contrat d'affecter à une entreprise commune des biens ou leur industrie en vue de partager le bénéfice ou de profiter de l'économie qui pourra en résulter. Elle peut être instituée, dans les cas prévus par la loi, par l'acte de volonté d'une seule personne. Les associés s'engagent à contribuer aux pertes. » [art. 1832 C. Civil].

juridique de la fiction. Or, comme le rappelle Supiot [1985], « *la notion d'entreprise est insaisissable et incontournable* ». L'entreprise renvoie avant tout à une organisation économiste et humaine voire sociale, alors que la société renvoie à une organisation juridique. Mais sans un minimum d'organisation juridique l'entreprise ne peut exister ; de ce fait l'entreprise n'existe qu'à travers la notion juridique de société [Paillusseau 1984]. Dès lors, il paraît logique que n'existe en droit que la notion de société [Boyer 2002]. En reprenant à leur compte la théorie de la fiction légale, les théoriciens des droits de propriété ont tenté de dégager, grâce à une acception assez large du concept de droits de propriété, les configurations *a priori* efficaces des structures de propriété, c'est-à-dire des entreprises et des organisations. Comme le souligne Gomez [2009], la théorie des droits de propriété et plus largement les théories contractualistes, vont façonner une vision des formes d'entreprise efficaces (notons, que la notion de société est écartée) et véhiculer l'image rassurante de l'entreprise privée efficace car possédée par ses propriétaires privés, ses actionnaires<sup>10</sup>.

### 1.2.1 Droits de propriété et efficacité économique

Dans la théorie des droits de propriété, la notion centrale de cette approche repose justement sur ces mêmes droits de propriété et au fond sur le concept même de propriété et surtout de propriétaire. L'analyse approfondie de Gomez dans son ouvrage [2009], souligne combien cette figure même du propriétaire plonge ses racines dans l'histoire économique et sociale en ayant accompagné la constitution puis le développement des sociétés modernes. En effet, la notion même de propriété *privée* a constitué un élément majeur du développement des sociétés modernes occidentales alors qu'auparavant la propriété collective donc *publique* constituait la norme et le propre des sociétés pré-modernes. Dans un article célèbre, Hardin [1968], montre comment la privatisation des terres (donc des moyens de production) a constitué un tournant majeur dans le développement des sociétés modernes en évitant la tentation naturelle de chacun de sur-exploiter la propriété collective ou commune (les dérives de l'opportunisme égoïste). Ainsi la propriété privée des objets et partant, des objets sur lesquels portent des droits ne souffrent d'aucun doute quant à son efficacité économique, y compris au niveau agrégé. Rappelons ici, en réalisant un raccourci très rapide et caricatural, que Friedman [1970] utilise des arguments proches pour montrer que la recherche de la satisfaction des intérêts individuels conduit in fine à une situation idéale (paréto-optimale dans le langage des économistes). Or, cette situation ne serait jamais en mesure de se produire si chaque individu ne pouvait privatiser ses propres facteurs de production et ne pouvait privatiser les profits en résultant éventuellement. C'est justement autour de cette notion, assez large nous allons le voir, de propriété privée et de propriétaire que se construit la théorie des droits de propriété qui offre l'armature économique-juridique aux théories contractualistes. Et c'est à partir de cette définition de la firme comme nœuds ou faisceau de contrats que la doctrine de la suprématie actionnariale s'est constituée.

Demsetz [1967] précise que, « *les droits de propriété permettent aux individus de savoir a priori ce qu'ils peuvent espérer raisonnablement dans leurs rapports avec les autres membres de la communauté* ». Ce sont donc « des droits (ou un ensemble de droits) reconnus socialement sur l'utilisation de moyens de production rares » [Van Den Bergh 1988, p.233]. Les droits de propriété peuvent être définis de manière générale comme « *un droit socialement validé à choisir les usages d'un bien économique* » [Coriat et Weinstein 1995]. Comme le précisent Carleton, Mahoney et Mahoney [2005] « *property rights refer to any sanctioned behavioral relations among decision makers in the use of potentially valuable resources; such sanctioned behaviors allow people the right to use resources within the class of non-prohibited uses* ». La notion de *droit de propriété* renvoie fondamentalement à deux facettes: l'aspect légal des droits de propriété mais également

---

<sup>10</sup> Pour une analyse de la question de l'efficacité de l'analyse économique du droit, on peut se reporter à Kirat [1998].

les conventions sociales qui gouvernent et sous-tendent les comportements attachés à ces mêmes droits [North 1990]. Les droits de propriété désignent donc de manière étroite, l'ensemble des droits juridiquement validés de détention d'un actif [Demsetz 1967 ; Coase 1960] mais également au sens large, la convention qui autorise le détenteur des droits à utiliser les ressources assignés à ce droit dans les limites autorisées par les règles de droit comme les conventions sociales [Carleton et alii 2005]. Ces droits sont « assignés à un individu spécifié et aliénables par l'échange contre des droits similaires sur d'autres biens » [Alchian 1987]. Cet ensemble de droits : permet (1) d'exclure les non-proprétaires du champ d'utilisation légitime des ressources ; (2) donne le droit de pouvoir bénéficier des rentes économiques générées par les ressources et (3) le droit de pouvoir vendre ou transférer cet ensemble de droit à d'autres personnes [Libecap 1989]. Pour être efficace, un système de droits doit remplir trois conditions : exclusivité, transférabilité et universalité [Posner 1972]<sup>11</sup>.

Si l'ensemble de ces attributs sont présents, l'efficacité des droits de propriété dépend également de la configuration des externalités et des coûts de transaction. Ainsi, la configuration des externalités déterminent l'efficacité de l'utilisation des droits de propriété. Les droits de propriété peuvent également permettre la correction des externalités, qui peuvent être considérés comme les « dommages collatéraux » de l'usage d'un droit de propriété [Demsetz 1967]. Ainsi, la présence d'externalités environnementales a pu être en partie solutionnée par le traitement marchand de droits de propriété à polluer (marché de type BlueNext ou EU-ETS). Enfin, l'efficacité des droits de propriété dépend de la configuration et de la présence de coûts de transaction. En cas de coûts de transaction nuls, les droits de propriété sont sûrs, affectés clairement et transférables. Dans ce cas, et quelle que soit l'allocation initiale des droits de propriété, l'utilisation des ressources est toujours réalisée de manière optimale.

Au final, ce qui est possédé par les individus, ce sont des droits permettant d'utiliser des ressources ou les ressources affectées à l'objet de propriété [Alchian et Demsetz 1973]. Comme le résume Hart [1996], la notion de propriété, renvoie à un ensemble de droits, parmi lesquels les actionnaires, considérés par glissement sémantique comme des « propriétaires », détiennent les droits les plus utiles. Pour Simon et Tezenas du Montcel [1977], « *détenir un droit sur un actif permet d'utiliser cet actif, d'en changer la forme et la substance, de transférer tous les droits sur cet actif par la vente, de transférer certains droits sur cet actif par la location* (Furubotn et Pejovich, 1972) ». Les droits de propriété peuvent être partitionnés entre plusieurs individus. Dans ce cas, le propriétaire démembré une partie de son droit de propriété (bien souvent l'usus) et en cède le droit démembré portant sur sa propriété à un autre individu<sup>12</sup>. Ainsi, en fonction de la réponse à la question : qui détient (et qui exerce) les droits de propriété, on peut dresser une typologie des types de propriété et de firme. Pour les théoriciens des droits de propriété, une fracture naturelle est établie entre la détention collective des droits de propriété et la détention individuelle et privée des droits de propriété. Dans un long exemple Demsetz [1967] montre que dans l'hypothèse où la détention des droits de propriété est collective, la rationalité de chaque utilisateur potentiel le pousse à sur-exploiter ce même bien (pour une analyse détaillée, Gomez [1996]). Par conséquent, seule la propriété privée, donc la détention privée de droits de propriété, notamment sur l'entreprise, permet d'utiliser efficacement les ressources attachées à ces mêmes droits. De ces variations autour de la structure de droits de propriété, les théoriciens de ce courant vont dresser un palmarès des firmes *a priori* les plus efficaces.

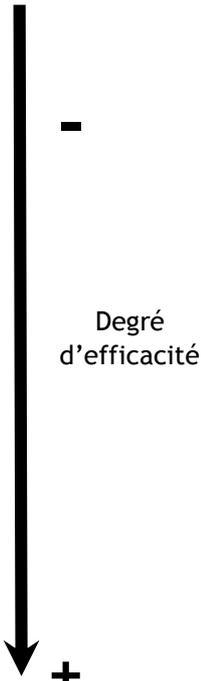
---

<sup>11</sup> L'exclusivité du droit de propriété confère au propriétaire la faculté de librement jouir de ses biens. La transférabilité, permet au détenteur du droit de propriété de disposer de la chose. L'universalité implique que les droits de propriété peuvent être opposés à l'ensemble des membres d'une société.

<sup>12</sup> Cette configuration renvoie à la distinction qu'opèrent les économistes entre autorité et délégation. L'autorité est conférée par la propriété d'un actif et donne la possibilité de décider de l'usage d'un actif et donc de sa possible délégation à un autre individu [Aghion et Tirole 1997].

## 1.2.2 Types de propriété et efficacité économique

Qui possède ?	Type de propriété	Exemples	Degré de concentration des DP
Collectif ou organisation	Propriété publique	Entreprise <i>d'Etat</i>	Très faible
	Propriété publique atténuée	Entreprise <i>yougoslave</i>	Très faible
	Propriété mutuelle	<i>Co-propriété</i>	Faible
	Propriété communale	Une ressource collective : forêt, source d'eau	Faible
	Propriété collective	Entreprise <i>coopérative</i>	Faible
Individu	Propriété privée atténuée	Entreprise <i>manageriale</i>	Fort
	Propriété privée	Entreprise <i>capitaliste</i>	Très fort



Selon la théorie des droits de propriété, c'est en examinant la répartition et l'allocation des droits de propriété que l'on pourra déterminer si la firme est **par nature** efficiente ou pas. La répartition des droits de propriété détermine quelle est la forme de la propriété. La plus efficiente est censée être la propriété privée « pure », où le moniteur (l'individu chargé de surveiller le travail de l'équipe [Alchian et Demsetz 1972, Furubotn et Pejovich 1972]) est à la fois le propriétaire et le dirigeant. Il y a alors alignement des intérêts entre le détenteur des droits de propriété et le dirigeant exécutif étant donné que c'est la seule et même personne. En revanche, cette unité se fissure dans le cadre de l'entreprise managériale qui se caractérise par la séparation entre propriété et contrôle : les actionnaires détiennent les droits de propriété mais n'exercent pas les droits d'usage attachés à ces droits [Fama et Jensen 1983]. Dès lors, le fonctionnement de la firme managériale peut-il néanmoins être efficace ?

### *Le cas de la firme managériale*

La problématique inhérente à la firme managériale est, qu'en raison de la séparation propriété-management (problématique centrale dans l'ouvrage célèbre de Berle et Means [1932]), les dirigeants ne recherchent pas la maximisation de la richesse des actionnaires car ils ne détiennent au mieux qu'une partie des actions de la firme. Les intérêts ne sont pas alignés. Les caractéristiques d'exclusivité et de cessibilité des droits sont atténuées : l'efficacité de la structure de droits de propriété est donc restreinte [Courret 1987]. De l'autre côté, les propriétaires qui n'ont pas forcément les moyens d'inciter le ou les dirigeant(s) à agir dans un sens conforme à leurs intérêts, pourraient abandonner leurs prérogatives de propriétaires au(x) dirigeant(s). Ce type d'entreprise représente donc une première dégénérescence du modèle de l'organisation néoclassique [Amann 1999]. Les dirigeants bénéficient d'une indépendance plus large et d'un contrôle amoindri de la part des propriétaires-actionnaires. Comme l'imagent Berle et Means [1932], l'atome de l'actionnariat est éclaté : à mesure que le nombre d'actionnaires augmente, le contrôle exercé par les actionnaires sur les dirigeants diminue corrélativement. Les actionnaires tolèrent les pratiques discrétionnaires des managers tant que celles-ci auront un coût inférieur à

celui qu'ils devraient engager pour corriger ces pratiques [Amann 1999]. En effet, il est coûteux de détecter ces pratiques discrétionnaires et il est coûteux d'imposer aux dirigeants de faire cesser leurs pratiques contraires aux intérêts des actionnaires. De cette situation résulte une atténuation des droits de propriété en raison de l'existence de coûts de contrôle limitant l'exclusivité de son usage. Cette situation doit conduire la firme, caractérisée par la séparation entre propriété et contrôle, à une moindre efficacité au regard des critères néoclassiques (les dirigeants ne souhaitent pas forcément maximiser le profit) [Hovenkamp 2009]. Cette double caractéristique (supporter un risque et avoir de faibles moyens de contrôle) est l'un des arguments majeurs justifiant la suprématie des actionnaires, qui seraient censés être l'une des parties prenantes les plus exposées au risque [Williamson 1985]. Par ailleurs, le fait de reconnaître la prédominance des actionnaires a le mérite de simplifier la prise de décision [Hansmann 1996] et donc de potentiellement réduire la latitude discrétionnaire des dirigeants. Par ailleurs, il paraît évident qu'une façon simple de gouverner l'entreprise est de considérer que la maximisation des profits de l'entreprise maximise nécessairement l'utilité des actionnaires, censés ou réputés avoir unanimement la même fonction d'utilité [Hovenkamp 2009, p381].

Les partisans de la théorie des droits de propriété avancent l'idée que, si la société anonyme, et a fortiori la société managériale, s'est imposée comme forme dominante, c'est bien parce qu'elle a su trouver une mode efficace de fonctionnement. Alchian et Woodward soutiennent que la grande entreprise moderne est « *la forme d'organisation la plus efficace pour exploiter les gains potentiels de la spécialisation à grande échelle et de la surveillance (monitoring) des équipes de grandes tailles...La supposée séparation (propriété-contrôle), permet une spécialisation productive efficace en utilisant les droits de propriété privés comme méthode de contrôle et de coordination* » [Alchian et Woodward 1988]. Cette organisation exploite la possibilité de partitionner et d'aliéner les droits de propriété de manière à permettre une spécialisation avantageuse entre ceux qui exercent le droit de prendre des décisions sur les usages des ressources et ceux qui en supportent les conséquences sur les valeurs de marché ou d'échange [Alchian 1987 ; Jensen et Meckling 1992]. La répartition efficace pour une entreprise managériale est alors caractérisée par l'existence d'actionnaires externes à la firme et des gestionnaires internes à la firme. Les dirigeants se concentrent alors sur la conduite des affaires tandis que les actionnaires se chargent de surveiller les comportements et les résultats des dirigeants. Les actionnaires sont alors confrontés à une situation de trade-off entre le droit d'utilisation des actifs, démembré et délégué aux dirigeants, et les coûts d'agence correspondant à cette délégation de droits (coûts d'établissement des contrats, coûts de surveillance, réduction potentielle de la créance résiduelle, ...) [Jensen et Meckling 1992]. Cette conception de l'entreprise et de sa façon d'être gouvernée semble communément admise [Gomez 2009]. Elle s'adosse de manière très forte sur l'idée que les propriétaires légitimes de l'entreprise sont les actionnaires. Pour autant, cette vision, largement admise, malgré des critiques récentes, repose-t-elle sur des arguments juridiques solides ?

### **1.3 La question de la primauté actionnariale : l'approche contractualiste**

Les théoriciens des droits de propriété, qui s'inscrivent dans le courant des Law et Economics, ont comme particularité de rassembler aussi bien des économistes (Alchian, Demsetz) que des juristes (Posner, Calabresi). Dès le départ, la théorie des droits de propriété s'appuie sur la notion juridique de fiction légale qui lui offre un soubassement juridique justifiant la prédominance donnée aux actionnaires, ce que les juristes américains dénommeront *shareholder primacy*. Cette primauté actionnariale constitue le cadre d'analyse de référence en droit américain des sociétés : l'approche *contractarian*.

Comme le souligne Bainbridge [2008], deux théories juridiques principales s'affrontent : d'un côté les tenants de l'approche *contractarian*, c'est-à-dire contractuelle et donc liée à la notion de fiction légale, qui considère que les actionnaires possèdent la firme/la société et que les dirigeants sont les intendants fidèles (« mere stewards »), garants du respect des intérêts des actionnaires [Bainbridge 2008, p.8]. Une variante de cette approche considère que les actionnaires figurent

parmi un ensemble de représentants des facteurs de production mais qu'ils ont une position privilégiée en raison de leurs droits « politiques » (droits de vote en assemblée par exemple). Pour les partisans de l'approche *contractarian*, le rôle du droit des sociétés est de minimiser les problèmes d'agence résultant des conflits d'intérêts potentiels entre actionnaires et dirigeants ; actionnaires contrôlant et actionnaires minoritaires ; actionnaires et parties prenantes [Fish 2006]. A l'autre extrémité figurent les partisans d'une approche partenariale, qui considèrent que l'entreprise est un ensemble complexe de relations explicites (contractuelles) et implicites avec plusieurs parties prenantes et que l'entreprise doit être gérée dans l'intérêt de l'ensemble des parties prenantes dont l'entreprise elle-même [Lan et Heracleous 2010].

L'approche contractuelle se fonde explicitement sur une approche qui dénie la notion d'entité et de personne morale à la firme puisque la firme n'existe et n'agit qu'à travers des individus [Bainbridge 2008]. Comme le rappelle Hart [1989], les relations contractuelles avec les salariés, les fournisseurs, les clients et les prêteurs sont les aspects essentiels de la firme. Ainsi, les partisans de cette approche rejettent toute réification de l'entreprise exceptée pour des raisons sémantiques [Bainbridge 2008, p.28]. La firme est envisagée comme agrégat de facteurs, qui en agissant ensemble, permettent de produire des biens et/ou des services. Les actionnaires apportent le capital nécessaire et supportent le risque associé. Ils détiennent par ailleurs le droit de surveiller les dirigeants qui utilisent les droits associés à la détention du capital. Au final, la firme n'est qu'un nœud de contrats, explicites et implicites, établissant les droits et les obligations des inputs composant l'entreprise. Si l'entreprise n'est qu'une fiction légale constituée d'un ensemble de contrats, alors les actionnaires en tant que principaux de ces contrats doivent avoir les droits de contrôle sur l'entreprises et ses actifs [Alchian et Demsetz 1972 ; Jensen et Meckling 1976].

Mais les individus mus par leur propre intérêt, cherchent avant tout à tirer partie des failles de ces différents contrats ; il revient alors au droit des sociétés de permettre le traitement contractuel ou judiciaire des ces problèmes d'agence [Fish 2006]. Ce cadre de référence constitue, y compris de l'aveu de certains juges [Bainbridge 2008, p.30], le modèle dominant, certes imparfait, en droit américain des sociétés. Ce modèle repose in fine, sur un diptyque solide caractérisé par (1) la norme de maximisation de la valeur actionnariale et (2) le principe de contrôle en dernier ressort de l'actionnaire [Bainbridge 2008]. Or, ce modèle, même s'il est parfois attaqué plus ou moins frontalement sur ses propres fondements [Gulati, Klein, Zolt 2000], a comme avantage de présenter une série d'arguments rendant légitimes a priori la prédominance des actionnaires dans le gouvernement de l'entreprise. Ces arguments sont à la fois économiques et juridiques et constituent un maillage solide légitimant les actionnaires dans leur rôle prédominant.

Du point de vue économique et juridique, les arguments justifiant le rôle prépondérant des actionnaires se situent à trois niveaux imbriqués<sup>13</sup> : les actionnaires sont les propriétaires légitimes de la firme (1) ; ils supportent un risque important (2) ; ce sont les créanciers résiduels (3) [Gomez 1996] pour une présentation des arguments économiques ; [Stout 2002] pour une présentation des arguments juridiques.

Nous l'avons vu précédemment, la firme envisagée comme fiction légale n'est que l'arrangement contractuel sur lequel portent notamment des droits de propriété. Les actionnaires, en fournissant le capital nécessaire au démarrage de l'activité, offrent par là-même le point de départ indispensable à l'établissement de ces multiples relations contractuelles. Ainsi, une fois que la société est constituée et immatriculée, elle peut légalement passer des arrangements contractuels avec de multiples parties prenantes (engager des salariés, signer des contrats avec les fournisseurs et des clients). Comme le soulève Bainbridge [2008, p.32], les actionnaires possèdent des droits de propriété sur le capital qui par extension se confond avec la firme, puisque qu'elle ne constitue pas une entité autonome. Ainsi, la firme est réduite à n'être qu'un objet de propriété qui

---

<sup>13</sup> Il faut noter que la prédominance du créancier résiduel trouve également une justification théorique au regard de la résolution des problèmes de hasard moral en équipe comme le démontre le modèle théorique d'Holmstrom [1982].

appartient à ses actionnaires ou un entrepreneur [Stout 2002]. C'est justement sur ce point que les critiques les plus fournies viseront à montrer que la personnalité morale de la firme la rend impropre à être un objet de propriété [Gindis 2007 ; Robé 2009]. Dans l'approche contractuelle, les actionnaires, puisque détenteurs de droits de propriété sur le capital, ont un contrôle indirect sur la firme et par extension sur les autres actifs de l'entreprise [Hart et Moore 1990 ; Hart 1996]. Cette caractéristique se trouve renforcée par deux arguments supplémentaires. Les actionnaires en investissant dans la firme semblent supporter un risque important lié à leur investissement. En effet, détenir des actions ou des parts sociales, constitue une sorte de pari puisque par définition, les actionnaires n'ont aucune garantie quant à la rentabilité de leur investissement et a fortiori la pérennité de ce même investissement. Les actionnaires sont alors supposés supporter un risque important et théoriquement le plus important que toute autre partie prenante [Easterbrook et Fishel 1991]. A la différence par exemple des salariés ou des fournisseurs dont les relations sont régies par des contrats explicites, les actionnaires ne disposent que d'un contrat implicite avec la firme faisant d'eux les seuls créanciers résiduels, ce qui légitime l'objectif de maximisation de la valeur actionnariale [Easterbrook et Fishel 1991, pp.36-37]. En effet, en cas de liquidation de la société, ils ne pourraient obtenir qu'un éventuel boni de liquidation alors même que les autres créanciers auraient été dédommages avant eux. Les actionnaires sont réputés supporter le risque résiduel. Mais ce risque résiduel trouve son pendant dans la rémunération de ce même risque. En effet, les actionnaires ont la qualité de créanciers résiduels, c'est-à-dire qu'ils ne touchent qu'une partie du profit, une fois que d'autres parties prenantes ont été rémunérées [Easterbrook et Fishel 1991]. Et c'est justement ce mélange de droit formel de contrôle (puisque détenteurs de « droits de propriété ») et de droit au profit résiduel qui leur confère, dans la perspective contractualiste, le statut de « propriétaire » de la firme [Hansmann 1996, p.11], même si Blair [1996] précise que la confusion est entretenue à dessein : être créancier résiduel et supporter le risque corolaire ne fait pas pour autant de l'actionnaire le (seul) propriétaire de l'entreprise.

Les sociétés privées sont donc des formes particulières de coalition coopérative, dans lesquelles la « propriété » est assignée aux actionnaires [Hart 1995, p.680]. Dès lors, il est dans l'intérêt des actionnaires, principalement rémunérés par le profit, de vouloir optimiser la gestion de l'entreprise, ce qui maximise l'efficacité économique globale [Alchian 1961]. Dès lors, émerge la notion de maximisation de la valeur actionnariale. Cet indicateur, devient *par défaut* l'indicateur principal de bonne gestion de l'entreprise et donc de ses dirigeants [Lazonick et O'Sullivan 2000 ; Hillman et Keim 2001], étant donné que les actionnaires ne peuvent observer parfaitement les actions entreprises par les dirigeants et les conséquences de ces actions, en raison de l'incomplétude contractuelle. Dès lors, il ne leur reste comme moyen de contrôle que l'examen attentif des performances de l'entreprise, au premier rang desquels la création de valeur pour l'actionnaire. Il est dans l'intérêt privé des actionnaires de maximiser cette valeur mais également dans l'intérêt collectif puisque les entreprises maximisant la valeur actionnariale sont plus à même de verser des salaires plus élevés, de payer plus d'impôts et de taxes et donc au niveau global, par effet agrégatif, d'améliorer le bien-être social ou « *les vices privés font la vertu publique* » [Mandeville 1705, La Fable des Abeilles]. Ainsi, la recherche par les actionnaires de décisions maximisant la valeur actionnariale est susceptible d'orienter les décisions des dirigeants vers des décisions susceptibles de créer des surplus de valeur économique. Dès lors, il paraît logique que dans une relation d'agence classique actionnaire (« propriétaire »)/dirigeant, le conseil d'administration apparaisse comme l'organe de médiation voire de contrôle et d'incitation de ces mêmes dirigeants [Daily, Dalton et Cannella 2003], afin qu'ils agissent au mieux des intérêts des actionnaires et au-delà de l'entreprise, voire même de la société dans son ensemble [Friedman 1970]. L'efficacité de cette structure de gouvernance sera essentiellement garantie par l'utilisation de trois facteurs essentiels : (1) l'indépendance des administrateurs vis-à-vis des dirigeants ; (2) l'alignement des intérêts des dirigeants sur ceux des actionnaires par le biais par exemple des mécanismes de stock-options ; (3) le recours au marché des prises de contrôle afin de sanctionner les comportements déviants des dirigeants (ou des conseils d'administration).

Du point de vue juridique, les arguments justifiant le rôle prépondérant des actionnaires se situent dans ce même cheminement théorique. Le droit des sociétés américain, essentiellement jurisprudentiel, s'est construit au travers de décisions de justices majeures comme par exemple le célèbre arrêt *Dodge vs Ford* de la Cour Suprême de l'Etat de Michigan (170 N.W. 668 Michigan 1919) ; pour une discussion critique [Stout 2008]). Cet arrêt, qui est l'un des plus commentés et l'un des plus étudiés par les juristes américains, constitue le point de départ jurisprudentiel de la reconnaissance de la suprématie actionnariale dans le droit américain [Fish 2006]. Cette affaire opposa à l'époque deux frères, actionnaires minoritaires de l'entreprise Ford, qui soulignaient que l'entreprise aurait dû verser un dividende plus important à ses actionnaires, de l'ordre de 10 millions de dollars. La position d'Henry Ford était plutôt de prétendre qu'il était de la responsabilité des dirigeants et des administrateurs de décider de l'affectation et de la répartition du résultat et que son ambition à l'époque était d'employer plus de salariés, de partager le plus possible les profits et de les réinvestir dans l'entreprise afin de la faire prospérer<sup>14</sup>. Cette vision n'était pas partagée par les deux frères, Horace et John Dodge qui considéraient que les dividendes proposés ne représentaient qu'une fraction très minime des profits. Ce conflit qui, à l'origine, portait plus sur le pouvoir exorbitant de l'actionnaire contrôlant (Ford) par rapport aux actionnaires minoritaires, offrit l'opportunité au juge de jeter les bases juridiques de la suprématie actionnariale. L'arrêt qui condamne Ford et se range aux arguments des frères Dodge comporte un passage éclairant, très souvent repris dans les ouvrages juridiques : « *There should be no confusion . . . . A business corporation is organized and carried on primarily for the profit of the stockholders. The powers of the directors are to be employed for that end. The discretion of the directors is to be exercised in the choice of means to attain that end, and does not extend to . . . other purposes* ». Cet arrêt revêt une grande importance dans la construction jurisprudentielle de la suprématie actionnariale, même si comme le rappelle Stout [2002], le débat continuera à faire rage pendant de nombreuses années comme l'illustre le vif débat publié en 1932 dans la *Harvard Law Review* entre les partisans de cette approche représentés par le Pr Berle et un de ses opposants le Professeur Dodd<sup>15</sup>. Les arguments justifiant la primauté actionnariale épousent le même raisonnement théorique. Pour Berle et Means, les actionnaires par le biais des actions sont bien les propriétaires de l'entreprise [Berle et Means 1932, p.9]. Pour Millon [1991], les actionnaires détiennent bien un droit de propriété sur la *corporation* qui est bien un objet de droit. A l'inverse, les adversaires de cette approche critiquent cette conception qui pour eux fait l'amalgame entre deux notions.

#### 1.4 Quelle place pour les salariés ?

Parmi les parties prenantes, les salariés pour les théoriciens des droits de propriété ont toujours eu un rôle central dans le fonctionnement et l'efficacité des organisations. L'entreprise se caractérise par la réunion de différents facteurs de production parmi lesquels le facteur travail c'est-à-dire les salariés. Or, le fonctionnement de l'entreprise implique que les salariés travaillent en équipe, collaborent et exploitent les actifs physique et immatériel afin que l'entreprise soit en

---

14 « My ambition,' declared Mr. Ford, 'is to employ still more men; to spread the benefits of this industrial system to the greatest possible number, to help them build up their lives and their homes. To do this, we are putting the greatest share of our profits back into the business » *Dodge vs Ford*, 170 N.W. 668 Michigan 1919, p. 671.

<sup>15</sup> Dès 1932, on retrouve à travers ce débat entre juristes, la même opposition entre les tenants de l'approche *contractarian* donc actionnariale, qui reconnaît que l'entreprise doit être gérée dans l'intérêt prioritaire des actionnaires et les tenants d'une approche plus large, donc partenariale (*stakeholderism*) représentés par le Pr Dodd, qui souligne plutôt que l'entreprise doit être gérée par les dirigeants dans l'intérêt des salariés, des clients et de la collectivité en général aussi bien que de ses actionnaires. Pour Dodd, « the business corporation has a social service as well as a profit-making function » [Dodd 1932, p.1148]. Il est à noter que l'ouvrage de Berle et Means [1932] aura sans conteste un retentissement très important sur ces débats, en devenant d'après les mots d'Hessen [1983, cité par Hovenkamp 2009] la Bible économique de l'administration Roosevelt et en ayant une influence déterminante sur les Securities Act de 1933 et les Securities Exchange Act de 1934.

mesure de dégager un surplus économique [Alchian et Demsetz 1972, Furubotn et Pejovich 1972]. Dès lors, le rôle des salariés est susceptible d'être prépondérant dans l'efficacité de la firme en participant de manière efficace à la production en équipe (et donc à la création directe de surplus économique) [Holmström 1982]. Pour les théoriciens des droits de propriété, les salariés qui travaillent dans leur entreprise cherchent avant tout à maximiser leur utilité c'est-à-dire leurs revenus fixes (salaire). Dans ces conditions, leur intérêt est de continuer à percevoir ce salaire tout en minimisant leur effort (ils maximisent ainsi leur utilité, c'est-à-dire le couple gain/effort). Dès lors, il existe un risque avéré de voir le travail en équipe et donc la production de l'entreprise altérée par manque de travail des salariés. La solution dégagée par les théoriciens des droits de propriété est d'identifier un *moniteur*, c'est-à-dire quelqu'un chargé de surveiller le travail de chacun et de « mettre la pression » [Coriat et Weinstein 1995]. Les caractéristiques de ce moniteur permettent d'identifier le dirigeant-propriétaire dans la petite entreprise ou le dirigeant qui reçoit délégation de l'actionnaire avec primes ou incitation à la clé dans le cadre de la grande entreprise par actions [Jensen et Meckling 1976, 1979 ; Fama et Jensen 1983].

Par conséquent, les salariés qui ne disposent pas de la structure adéquate d'incitations, ne doivent pas disposer de droit de propriété ou de droits de contrôle sur la firme car ils risquent de ne pas poursuivre des intérêts bénéficiant à la collectivité en privilégiant leurs intérêts particuliers. Dans cette hypothèse, les organisations qui concèdent des droits de propriété et de contrôle aux salariés (par le biais de l'actionnariat salarié par exemple) risquent de tendre vers les modèles des *labor managed firms* (coopératives, entreprise *yougoslave*), ce qui les conduirait inévitablement à une performance moindre [Jensen et Meckling 1979]. Ainsi, toute tentative d'élargir la détention des droits de propriété au-delà du cercle des actionnaires et/ou des dirigeants est vouée en théorie à l'échec, car les salariés poursuivant principalement leur objectif d'augmentation des salaires conduisent l'entreprise à dégrader sa performance et sa capacité d'investissement [Blair *et alii* 2000]. La détention éventuelle des droits de propriété par les salariés introduit une situation où le moniteur (propriétaire/dirigeant ou dirigeant ayant reçu délégation des actionnaires) devient le monitoré, ce qui rend le contrôle inefficace puisque la séparation du contrôleur et du contrôlé n'est plus assurée [Zolezzi 2004]. Or cette condition (absence de confusion en ce qui concerne la détention et l'exercice des droits de contrôle) constitue un gage d'efficacité de la structure productive. Alchian et Demsetz [1972] démontrent qu'une meilleure productivité est atteinte dans les firmes qui utilisent un moniteur central couplé à des mesures de l'effort individuel plutôt que dans des firmes qui feraient du monitoring par les pairs (comme dans les entreprises détenues de manière collective) et qui partageraient le profit afin d'augmenter l'effort. Dans cette optique, Jensen et Meckling [1979] remarquent que les coûts de monitoring augmentent avec le degré de participation des employés dans la prise de décision. Il faut en déduire que la sous-performance relative des entreprises associant les salariés à la prise de décision provient d'un affaiblissement des droits de propriété par rapport à la structure optimale (l'entreprise détenue de manière privée par un propriétaire/dirigeant). Pour les théoriciens des droits de propriété, l'organisation la plus inefficace est la coopérative qui se caractérise par une association totale des coopérateurs à la prise de décision. Ainsi pour Zolezzi [2004], « *l'aversion élevée du salarié au risque et l'accent mis, par ailleurs, sur les difficultés de l'action collective, conduisent la TDP à insister sur la nécessité d'une séparation du propriétaire-actionnaire et du salarié* ».

Ainsi l'approche classique de la théorie des droits propriété reconnaît le rôle important des salariés qui contribuent à l'efficacité de la firme en permettant l'utilisation efficace des moyens de production. Cependant, cette efficacité est subordonnée à un contrôle efficace qui comporte deux dimensions essentielles : (1) la fonction de contrôle doit être assurée par des individus spécifiquement dédiés à cette tâche (le dirigeant/propriétaire ou le dirigeant recevant délégation de l'actionnaire) et (2) qui doivent avoir un intérêt pécuniaire à exercer au mieux cette tâche (ce qui définit *in fine* la fonction de moniteur). Si ces conditions d'ensemble sont respectées, tous les conflits potentiels entre actionnaires, dirigeants, salariés et parties prenantes sont en mesure d'être résolus par des contrats *ex ante*. Dans le cas contraire, les tentatives d'opportunisme des différentes parties prenantes risquent de dégrader l'efficacité des firmes. La division des tâches et

des rôles de chaque partie prenante (leur spécialisation en langage économique) constitue une condition sine qua non de l'efficacité des firmes. Or, l'objectif assigné a priori aux salariés est de valoriser (par le biais de l'utilisation de leur capital humain) le capital financier mobilisé par l'entreprise [Chassagnon 2011b] et non de participer à la gouvernance de leur entreprise et encore moins de la contrôler. C'est justement sur ce point, que des auteurs, aussi bien juristes, économistes que gestionnaires, se sont récemment interrogés sur cette problématique de valorisation du capital humain, qui, à leurs yeux, renouvelle la perspective des droits de propriété et au fond la problématique du contrôle (légitime) de l'entreprise.

## 2 A qui l'entreprise appartient-elle ? L'apport du courant *Team production*

S'appuyant sur l'héritage des théoriciens des droits de propriété et directement liés à la théorie des contrats incomplets, les membres du courant de la Nouvelle Théorie des Droits de Propriété (NTDP) vont renouveler l'analyse de la firme en proposant notamment de reconsidérer les fondements des droits de propriété [Gindis 2007]. Prenant acte du fait que l'entreprise ne constitue pas seulement un nœud de contrats mais avant tout un nœud d'investissements spécifiques, ce nouveau cadre théorique permet notamment de prendre en compte la spécificité de l'investissement des salariés dans la firme moderne [Blair 1999 ; Chassagnon 2011 a, b ; Gindis 2007, 2009].

### 2.1 Vers de nouveaux fondements des droits de propriété

Dans la TDP, la firme est vue comme une fiction légale, sur lesquels portent des droits de propriété. La firme est également un nœud de contrats. Pour les économistes de la Nouvelle Théorie des Droits de Propriété (NTDP), la firme vue comme un simple nœud de contrats est une vision trompeuse, partielle et inexacte d'un point de vue juridique [Zingales 2000]. Selon la NTDP, la firme doit être vue non plus comme un nœud de contrats mais comme un nœud d'investissements spécifiques [Rajan et Zingales 1998]. Pour ces auteurs, l'entreprise est une collection de ressources critiques partagées, de talents et d'idées à laquelle toutes les personnes ont accès dans la mesure où elles possèdent et développent leur capital humain [Rajan et Zingales 1998, p. 405]. La firme en tant que nœud d'investissements spécifiques est une combinaison mutuelle et spécialisée de capitaux et de personnes. Ce qui distingue la firme du marché est le noyau d'investissements spécifiques autour de la ressource critique [Zingales 2000, p.1645]. Cette approche économique trouve son écho dans la perspective ouverte en droit par les travaux de Margaret Blair et Lynn Stout [1999]. Ainsi, dès le départ, les auteurs de ce courant, tant juristes qu'économistes, tiennent compte de la dichotomie société/entreprise. Leur analyse se concentre sur les éléments constitutifs de la création de valeur dans l'*entreprise* tout en reconnaissant que la société ou corporation constitue le support juridique permettant la réalisation matérielle de la création de valeur [Blair 2005 ; Blair et Stout 1999]. Ils déplacent néanmoins leur centre d'attention, en se concentrant dans une double direction : (1) Démontrer que l'entreprise n'appartient pas seulement aux actionnaires et (2) Proposer une vision alternative qui s'attache, en partant de la notion d'investissements spécifiques, à placer les salariés dans une position centrale en raison de leur contribution majeure à la création de valeur.

L'équivalent de la NTDP chez les juristes est dénommée *Team production*. Elle est principalement développée par une économiste du droit (Margaret Blair) et une juriste (Lynn Stout). Ces deux auteurs se démarquent de la TDP<sup>16</sup> en proposant une définition de la firme très proche de

---

<sup>14</sup> qui considère « les employés comme des unités interchangeables qui n'apportent pas de ressources particulières et qui ne réalisent pas d'investissements » [Blair et Stout 1999, p. 267]

celle de Rajan et Zingales. Pour elles, la firme n'est pas un nœud de contrats mais un nœud d'investissements spécifiques (notamment en capital humain), dans lequel différents groupes ont une difficulté à protéger leurs contributions à travers des contrats explicites [Blair et Stout 1999, p.275]. Ce nœud d'investissements spécifiques est réalisé par des individus qui cèdent volontairement le contrôle sur les ressources à une *mediating hierarchy*, dans l'espoir de partager équitablement les bénéfices qui pourraient être tirés de cette coalition [Blair et Stout 1999, p.285].

Comme le précise Stout [2002], cette conception de la firme reconnaît que la fonction de production de la firme requiert l'intégration de différentes parties prenantes : créanciers, prêteurs, salariés, managers et même les autorités locales peuvent être en mesure de contribuer au succès de l'entreprise. Dès lors, l'approche contractualiste en termes de fiction légale et de nœuds de contrats ne peut être satisfaisante pour reconnaître l'apport de ces différentes parties prenantes. Pour ce courant, la firme est un nœud d'investissements spécifiques notamment en capital humain. Cette approche n'est d'ailleurs pas très éloignée de celle d'Aoki [1984], qui définit la firme comme « *an enduring combination of firm-specific resources* ». La firme est alors conçue comme une combinaison indissociable de capital financier et humain dont certains sont spécifiques à la firme.

## 2.2 L'approche *Team Production of Corporate Law*

L'article majeur exposant cette nouvelle approche est celui paru en 1999 dans la *Virginia Law Review* et intitulé *A Team Production Theory of Corporate Law*. Les origines de ce travail peuvent être retracées dans l'ouvrage remarqué de Margaret Blair, intitulé *Corporate Ownership and Control* [1995]. L'approche *team production* souligne que l'interaction entre des membres spécialisés de l'équipe (la production en équipe) est susceptible de créer plus de valeur que la simple addition des inputs. Cependant, depuis Alchian et Demsetz [1972] et Holmström [1982], la problématique du travail en équipe est soumise à trois écueils : le *free riding*, l'asymétrie d'information et le sous-investissement en ressources spécifiques (à la firme). La théorie standard des droits de propriété conclut que la solution à ce problème consiste à nommer un moniteur aux caractéristiques spécifiques. Cette solution est cependant insatisfaisante dans l'hypothèse d'asymétries d'informations importantes entre le principal et les agents et si la présence d'investissements spécifiques à la firme peu contractibles sont requis [Frey et Osterloh 2005]. Dès lors, en présence de membres de l'équipe poursuivant leur propre intérêt, il y a un risque important de sous-investissement en ressources spécifiques et notamment en capital humain spécialisé [Blair et Stout 1999] et partant, de moindre création de valeur. L'enjeu est alors de reconnaître et de valoriser les investissements bénéfiques à la firme, qui, au-delà de l'investissement en capital, sont susceptibles de participer à la création de valeur.

Dans l'approche *team production*, l'entreprise est définie comme une activité productive complexe incluant plusieurs parties prenantes et dont les résultats ne sont ni séparables ni individuellement attribuables [Lan et Heracleous 2010, p.300] ; ainsi, la problématique du travail en équipe en présence d'une production non-séparable est centrale dans la conception de la firme développé par ce courant. Elle sert de point de départ à la vision de l'entreprise, de sa structure de gouvernance et des parties prenantes légitimes. La position néoclassique met l'accent sur les risques de *hold-up* [Klein, Crawford et Alchian 1978], en raison de l'opportunisme généralisé en présence d'asymétries d'informations et préconise donc de conférer un ensemble de droit au moniteur. Le courant *team production* met plutôt en avant le rôle essentiel joué par le pouvoir dans la compréhension et l'analyse de la production en équipe dans le cadre d'une activité économique complexe. Par ailleurs, cette approche met en avant le rôle joué par un ensemble de parties prenantes dans le succès potentiel des entreprises (au premier rang desquels les salariés). Les actionnaires figurent au rang des parties prenantes qui contribuent à la création de valeur au même rang que d'autres parties prenantes qui réalisent également des investissements spécifiques à la firme. Ces investissements de par leur caractère idiosyncratiques, ne peuvent être retirés et ne peuvent être revendus à leur valeur exacte [Blair 1999 ; Blair et Stout 2001]. Dès lors, on peut

considérer, que ces parties prenantes réalisent des investissements importants qui méritent et justifient une reconnaissance dans la pyramide hiérarchico-juridique de l'entreprise. En d'autres termes, les actionnaires ne peuvent être raisonnablement placés en surplomb de l'ensemble des autres parties prenantes et notamment des salariés. Dès lors, les relations entre les parties prenantes et la structure de gouvernance vont se structurer autour de la question du *pouvoir* qui dans l'analyse développée par ce courant renvoie aux éléments majeurs de la création de valeur c'est-à-dire l'accès aux ressources spécifiques de la firme [Rajan et Zingales 1998 ; Blair et Stout 1999].

### 2.2.1 Propriété et pouvoir dans la firme

Ce courant reconnaît notamment que le *pouvoir* dans la firme peut être conféré par la détention de droits de propriété mais également par la détention de capital humain. Ceci est alors susceptible de changer la nature et l'exercice du *pouvoir réel* dans la firme.

Dans une situation d'incomplétude contractuelle, situation communément admise, l'allocation des droits de propriété devient une variable essentielle. « *La propriété devient une source de pouvoir lorsque les contrats sont incomplets* » [Hart 1995, p.29]. L'allocation des droits de propriété influe sur les incitations à investir et sur les incitations à commettre un hold-up (sur les quasi-rentes spécifiques [Klein, Crawford et Alchian 1978]) en déterminant le pouvoir de négociation des parties. De plus, Hart et Moore [1990, p.1121] précisent que « *l'unique droit possédé par le propriétaire est sa capacité à exclure les autres de l'utilisation de l'actif...le contrôle de l'actif physique...peut indirectement mener à contrôle des actifs humains* ». Donc les droits de propriété sur les actifs non-humain (de part leur caractère de contrôle) permettent de contrôler les actifs humains [Hart 1995, p.58]. *Le pouvoir sur les choses confère un pouvoir sur les hommes* [Gindis 2005]. Le dépassement réalisé par Rajan et Zingales [1998, 2001] permet de ré-intégrer les employés à l'intérieur de la firme, ce qui est à la fois une critique et un prolongement de l'approche de Grossman, Hart et Moore<sup>17</sup>.

Pour Rajan et Zingales, l'entreprise est une collection de ressources critiques partagées<sup>18</sup>, de talents et d'idées à laquelle toutes les personnes ont accès dans la mesure où elles possèdent et développent leur capital humain. Dans le modèle de Rajan et Zingales, il y a une distinction entre « propriété » et « pouvoir ». Dans cette approche, la propriété permet d'exclure des individus de l'accès à une des actifs physiques et donne le droit de vendre les actifs physiques à une tierce partie. Etre propriétaire donne donc un pouvoir, qui s'exprime notamment lors de la distribution des rentes. Mais il existe également une autre façon d'acquérir du pouvoir. Un individu peut choisir de développer un investissement spécifique à la firme et peut choisir de spécialiser son investissement à la firme. L'employé peut disposer lui aussi d'un pouvoir vis-à-vis de l'employeur grâce à la possibilité qu'il a de travailler avec les actifs de l'employeur. Il peut, par un processus d'apprentissage, acquérir des compétences spécifiques (un savoir-faire, une expertise) qui le rendent indispensable pour l'employeur. Étant indispensable, l'employé peut à son tour menacer l'employeur de le priver de son capital humain pour s'approprier une plus grande partie de la quasi-rente relationnelle. Ce faisant, l'employé use de son *pouvoir*, qui lui appartient en propre et ne peut faire l'objet d'une transaction ou d'une contractualisation. « *L'autorité, ou le pouvoir, est différente du mécanisme des prix parce qu'elle implique l'exercice de droits qui ne sont pas contractibles, les fameux droits résiduels de contrôle* » [Rajan et Zingales 1998, p. 387]. Avec Grossman, Hart, Moore, ils reconnaissent l'importance de l'incomplétude des contrats dans l'appréhension des concepts d'autorité et de pouvoir: « plus l'espace des contrats qui peuvent être

---

<sup>17</sup> Pour ces auteurs, « la firme n'est qu'une collection d'actifs non-humains » [Moore 1992]

<sup>14</sup> Notons que l'analyse de Rajan et Zingales suppose qu'au démarrage de la firme, il existe un noyau de ressources critiques et d'investissements spécifiques même si l'entreprise développe par la suite des ressources critiques par le biais de l'évolution de l'accès et du capital humain.

écrits et exécutés est restreint, plus le rôle des droits résiduels de contrôle, et donc du pouvoir, est important » (ibid.). En revanche, Rajan et Zingales mettent en avant le rôle, négligé par Grossman, Hart, Moore, des actifs humains. Dans ce paradigme, l'autorité suppose donc que la propriété ne soit qu'une modalité d'une catégorie plus générale qui serait le pouvoir, lequel serait en fait identique aux droits résiduels de contrôle. Ces derniers pourraient en fait ne pas exclusivement provenir de la propriété des actifs non humains mais aussi de l'accès à tous les types d'actifs. Autrement dit, un individu non propriétaire peut quand même détenir un certain pouvoir, c'est à dire des droits résiduels de contrôle. Les salariés pourront eux aussi disposer d'un certain pouvoir à *condition* qu'ils puissent accéder à un... accès.

### 2.2.2 Quelle structure de gouvernement et de décision ?

Face à ces deux sources de pouvoir (propriété des actifs non humains vs. capital humain spécialisé et l'accès), quelle peut être la structure de gouvernement qui peut être adoptée afin de correspondre à cette (nouvelle) conceptualisation de la firme ?

Le capital humain crée un pouvoir d'usage privilégié, non sur l'entreprise comme unité juridique, mais sur ses ressources critiques indispensables et donc sur l'entreprise comme unité économique. Ainsi, les droits de propriété (actionnariaux) et les droits d'accès aux ressources se complètent et parfois entrent en compétition pour le pouvoir. En conséquence de cette évolution radicale de la nature du travail, l'entreprise doit apprendre à associer capital financier et capital humain, de manière que ce dernier soit valorisé au même titre que le capital financier. Reste à savoir comment se réalise un tel équilibre et quel gouvernement d'entreprise le permet. Car les pouvoirs attachés au capital financier d'une part, au capital humain de l'autre, ne sont pas les mêmes. Les enjeux sont donc clairs : les propriétaires de l'entreprise ont intérêt à ce que les salariés qu'ils emploient ne soient pas en mesure de contester leur autorité en développant à l'excès leur capital humain. Symétriquement, les employés chercheront à enrichir les tâches et à accéder au plus grand nombre possible des ressources critiques qui composent la firme pour se rendre indispensables.

#### La third part ownership (Rajan et Zingales) ou la mediating hierarchy (Blair et Stout)

Dans le cadre de la NTDP, le recours à une tierce partie (*third part ownership* pour Rajan et Zingales [1998] ou la *mediating hierarchy* pour Blair et Stout [1999]) doit éviter les abus de *pouvoir* et doit permettre la réalisation d'une coopération efficace au sein de la firme. La propriété du capital financier (les actions) donne le droit d'exclure des membres (par exemple les salariés) de l'accès aux investissements physiques et le droit de vendre ces investissements physiques à un tiers. Mais, inversement, détenir ou acquérir du capital humain spécifique donne un pouvoir sur la valeur de l'entreprise et donc du capital financier. En effet, si le salarié développe son capital humain, il crée de la valeur non seulement pour lui mais aussi pour l'entreprise<sup>19</sup>. Entre les détenteurs du capital financier et ceux du capital humain, il y a donc un jeu de pouvoir qui conduit à un équilibre (une coalition). La situation optimale est celle où il existe un tiers qui permet de réaliser les décisions optimales d'investissement et de production<sup>20</sup>. La tâche essentielle de ce tiers est de sélectionner parmi les différentes coalitions d'actionnaires et de salariés (donc de couple capital financier/capital humain), celle qui produit le plus grand résultat économique. Le rôle de ce tiers est de garder le contrôle des actifs et des ressources en dehors des mains des détenteurs du capital

---

<sup>19</sup> Blair [1996], s'appuyant sur les travaux de l'économiste Robert Topel, précise que les salariés supportent une moindre reemployabilité de leur capital humain, puisque les salariés licenciés sans faute, perdent 10 à 15% de leur rémunération quand ils trouvent un emploi par la suite. Blair estime que cette diminution représente une approximation moyenne de la valeur du capital humain spécifique (donc non-redeployable).

<sup>18</sup> Voir Biondi et Gindis [2003] pour une discussion critique de ce point

humain et du capital financier, afin qu'ils ne s'en servent pas pour accroître leur pouvoir. Inversement, il doit éviter que les actionnaires ne cherchent leur profit immédiat contre la valorisation du capital humain spécifique. Dans l'optique de Rajan, Zingales [1998, 2000] et de Blair et Stout [1999], cette troisième partie pourrait être une entité légale séparée de l'entreprise qui détiendrait les droits de propriété (ainsi que les droits de contrôle) sur les investissements physiques et les ressources critiques. Pour Rajan et Zingales [1998, p.422], la principale fonction de cette troisième partie est de supporter les coûts d'opportunité (des dirigeants et des employés) justement parce qu'elle ne réalise pas d'investissements spécifiques à la firme. Elle est en sorte un arbitre qui évite que les employés et les propriétaires usent de leur pouvoir l'un contre l'autre.

Pour Blair et Stout [1999, p.250], cette *mediating hierarchy* doit détenir tous les droits de propriété sur le capital et le capital humain spécifique à la firme mais également sur l'output collectif (afin d'éviter les problèmes de hold-up dans le cas d'output non-séparables). Les droits sur les actifs n'appartiendraient plus aux actionnaires mais à l'entreprise elle-même. Pour ces auteurs, cette évolution ne représente pas une révolution, puisqu'elles précisent que, par exemple, le conseil d'administration n'a pas pour fonction de défendre les intérêts des actionnaires mais de protéger les investissements spécifiques à l'entreprise [Blair et Stout 1999, p.253]. De plus, elles précisent (ibid, p.274), que les membres de la firme se soumettent à cette hiérarchie pour leur propre bénéfice, puisque la *mediating hierarchy* protège leur investissement spécifique (capital humain ou accès)<sup>21</sup> et encourage les membres à continuer de développer et exploiter leur investissement spécifique (ibid, p.278). Pour ces auteurs, cette tierce partie, neutre par essence, doit agir dans le seul intérêt de l'entreprise, afin d'éviter les décisions partiales bénéficiant avant tout aux seuls actionnaires ou aux seuls salariés.

De manière concrète, il semble que pour ces auteurs, la seule instance à même d'exercer cette fonction puisse être le conseil d'administration. L'exercice d'une fonction neutre de décision est rendu possible par le fait que les administrateurs ne sont pas juridiquement les agents des actionnaires mais bien des individus devant exercer leurs fonctions de manière neutre et au seul regard de l'intérêt de l'entité, c'est-à-dire de la société [voir sur ce point Stout 2002]. Les administrateurs doivent agir au nom et pour le compte de la société et non pour une de ses parties prenantes, aussi « légitime » soit-elle. Sur ce point, Lan et Heracleous [2010, p.303] soulignent que nombre de décisions ont refusé de reconnaître aux actionnaires la capacité et le droit d'annuler ou de rejeter une décision prise par le conseil d'administration<sup>22</sup>. Le conseil d'administration serait censé permettre la représentation et l'expression de l'entité légale que constitue la société [Robé 2011]. Cette entité légale est conceptuellement très proche de la personne morale. Cependant, la notion d'entité légale contient une dimension plus volontariste de la société : la société est capable en tant que personne distincte de ses fondateurs d'exprimer une volonté propre [Hodgson 2002]. Dans cette configuration, le conseil d'administration serait censé agir comme une instance collégiale agissant comme un « juge de cour d'appel » [Frey et Osterloh 2005, p.104], donc résolvant notamment les conflits potentiels entre actionnaires, salariés ou d'autres parties prenantes.

Cette perspective, séduisante en apparence, risque cependant de se heurter à des difficultés pratiques en ce sens que le rôle et les fonctions des conseils d'administrations sont très hétérogènes suivant la taille des entreprises, la composition de l'actionnariat, le contexte juridico-légal, les institutions et normes en vigueur, l'expérience et la personnalité des dirigeants, etc... [Clarke 2007]. Cette perspective a le mérite de proposer une vision alternative du fonctionnement du

---

<sup>19</sup> Rappelons que la solution de la TDP pour éviter les hold-up et résoudre les problèmes de la production en équipe est de nommer un moniteur. Dans le cas de la grande entreprise, la solution est d'allouer les droits de contrôle (et de rendement résiduel) au(x) propriétaire(s), en vertu d'un fondement peu explicite (le risque : financier ? d'être lésé en cas de faillite ?).

<sup>22</sup> Hoyt v. Thompson's Executor (1859), Automatic Self-Cleansing Filter Syndicate Co Ltd v.Cunningham (1906), et Massey v. Wales (2003)

gouvernement d'entreprise. En cherchant à intégrer à leur approche la question du capital humain et de sa valorisation, ces auteurs mettent au centre de l'attention la place et le rôle des salariés dans la dynamique des entreprises et de leur gouvernance. Par ailleurs, les tenants de cette approche croient distinguer dans l'émergence et la diffusion des stock-options, actions gratuites ou l'actionnariat salarié des preuves de la volonté de retenir et de fidéliser ces ressources spécifiques que constitue le capital humain spécifique des salariés [Blair 1995, 1996, 1999 ; Blair et Stout 1999 ; Kaufman et Englander 2005 ; Lan et Heracleous 2010]. Ainsi, Blasi, Kruse et Berstein [2003] relient dans leur ouvrage le développement massif des mécanismes d'association des salariés au capital de leur entreprise à la réponse à la problématique de la fidélisation du capital humain spécifique. Ils soulignent également que cette association renforcée des salariés au capital de l'entreprise qui les emploie s'accompagne d'une exposition au risque supérieure [Markowitz, Blasi et Kruse 2009 ; Landier et Thesmar 2007] qui renforcerait d'autant plus la nécessité de sécuriser et de valoriser les investissements spécifiques réalisés par les salariés [Wang et Barney 2006]. Dès lors, la question de l'intégration progressive dans la structure de gouvernance prend tout son sens [Wang, He et Mahoney 2009]. En effet, la simple association des salariés au capital de l'entreprise ne peut totalement garantir la sécurisation de ces investissements et la fidélisation complète de ces ressources [Wang, He et Mahoney 2009] ; en d'autres termes les mécanismes d'épargne salariale ou de stock-options ne peuvent totalement exclure le risque d'opportunisme des transactions entre l'entreprise, les salariés et la mediating hierarchy (ou le conseil d'administration) [Wang et Barney 2006]. L'association des salariés au capital pouvant constituer la première étape d'une intégration complète des salariés à la gouvernance de l'entreprise afin de verrouiller et de sécuriser complètement les investissements spécifiques réalisés par les salariés [Wang et Barney 2006, p.467].

### 2.3 Quelle place pour les salariés ?

En concevant la firme comme un nœud d'investissements spécifiques, qui doit détenir les droits de propriété sur le capital humain, sinon les employés eux-mêmes ? [Wang et Barney 2006]. C'est en reconnaissant que la création de valeur et la pérennité de l'entreprise est bâtie pour partie sur son capital humain (idiosyncratique) et son développement que ce courant apporte une réelle nouveauté [Kaufman et Englander, 2005]. De ce fait, les salariés sont légitimes par nature (en tant qu'apporteurs de *ressources* [Barney 1991]) pour détenir des droits de propriété sur la firme. Cette approche tient également compte du caractère non-redéployables des actifs humains qui fait supporter un risque plus important aux employés qu'aux actionnaires, qui eux, peuvent diversifier leurs risques [Baudry 2003 p71, Blair 1995]. Cette caractéristique renforce l'incitation des employés à utiliser leur capital humain et à le développer au sein de la firme et conduit in fine à pérenniser la coalition en place.

La conséquence de cette définition de la firme que retiennent Blair et les auteurs de ce courant est de légitimer les employés en tant que détenteurs « naturels » de droits de propriété sur la firme. On peut dès lors se demander si cette structure de droits de propriété peut être efficace. *A priori*, cette configuration peut permettre d'aligner les intérêts de l'ensemble des membres de la coalition sur la pérennisation de la firme et de la coalition. Cette structure de droits de propriété peut être efficace car elle confère des droits de propriété (et corrélativement des incitations et une rétribution) aux détenteurs du capital humain ou des employés ayant accès à une ressource critique. Cette structure incite donc la coalition des membres de la firme à développer les ressources critiques et leur capital humain. D'autre part, cette structure peut permettre de résoudre le problème de hold-up, la fonction de production restant non-séparable. Les employés restent attachés à la firme mais parallèlement ont une incitation à rester membre de la coalition, à développer leur capital humain, le spécialiser et développer leur accès tout en protégeant le noyau dur de ressources critiques.

L'efficacité d'une telle firme dépend donc de la légitimation des inputs critiques et stratégiques de la firme. En accordant des droits de propriété aux employés et en reconnaissant

l'importance de l'accès et des ressources critiques, la NTDP place au cœur du processus de création de valeur les ressources idiosyncratiques. Il n'en reste pas moins que Blair [1999] distingue deux types de risques supportés par les employés : d'une part, que la rente et les quasi-rentes générées par le capital humain soient expropriées ex-post par les autres partenaires de la firme (d'où sa proposition de *mediating hierarchy*, Blair et Stout [1999]), et, d'autre part, que sa valeur actuelle fluctue à l'avenir, soit parce que les compétences ne seraient plus utiles à la firme, soit parce que la firme ne générerait plus suffisamment de rentes. Wang et Barney [2006] insistent sur ce dernier problème en soulignant que la valeur des actifs associés au capital humain peut s'effondrer (par effet de l'obsolescence, d'un procédé plus innovant, etc..) et par conséquent la valeur des actifs humains spécifiques peut de manière corrélative s'effondrer. Néanmoins, le couplage de la définition de la firme retenue et la rémunération du risque amène Blair à considérer les salariés comme des créanciers résiduels tout en considérant que les conditions d'une firme efficace peuvent être garanties par cette structure originale de droits de propriété.

### ***Du pouvoir par l'accès au pouvoir institué : la question de la représentation des salariés au sein de la structure de gouvernance***

Si l'on poursuit le raisonnement suivi de manière parallèle par les économistes et les juristes de ce courant, la reconnaissance du pouvoir par l'accès de la part des salariés pose inévitablement la question de leur intégration dans les organes exerçant le pouvoir au sein de l'organisation comme par exemple le conseil d'administration. Reconnaître l'importance cruciale du capital financier et du capital humain spécialisé (et l'absence de primauté entre les deux) conduit naturellement ces différents auteurs à se prononcer pour la représentation simultanée des représentant des investisseurs en capital financier et en capital humain spécialisé, c'est-à-dire les parties prenantes pour lesquelles il n'est pas possible de contractualiser de manière satisfaisante ex ante [Osterloh et Frey 2006]. En revanche, les salariés qui ne réalisent pas d'investissements spécifiques (tels les salariés embauchés en CDD, interim par exemple) ne sont pas censés être représentés car leur contrats formés ex ante (force de travail contre salaire) suffisent et évitent les problèmes de sécurisation d'une ressource critique comme le capital humain spécialisé. Ainsi, le capital humain générique n'a pas besoin d'une représentation au conseil afin de sécuriser leur situation. La protection offerte par le droit du travail est suffisante [Osterloh et Frey 2006].

En ce qui concerne la proportion de représentants des deux types de capitaux, certains auteurs avancent l'idée d'une certaine proportionnalité au regard de l'importance relative du capital financier ou du capital humain spécialisé [Osterloh et Frey 2006]. Si le capital humain spécialisé est très important pour la création de valeur de la firme alors il paraît logique que les représentants de ce capital humain spécialisé soient plus représentés au sein du conseil d'administration que les représentants du capital financier. En revanche, il ne faut pas perdre de vue que ce conseil d'administration doit être majoritairement composé d'administrateurs externes ou indépendants [Frey et Osterloh 2005] et que le président du conseil soit lui-même un personnage neutre et non-partisan [Osterloh et Frey 2006] afin de garantir le fonctionnement correct de cette *mediating hierarchy* ou *third-part ownership*. Le président du conseil aura pour mission de faire scrupuleusement respecter les règles de procédures et devra dans la mesure du possible chercher à faire émerger un consensus. Cette personne, afin de garantir sa neutralité (à l'instar d'un juge vis-à-vis d'un jury), ne doit pas disposer d'un droit de vote et doit être élu à l'unanimité des membres du conseil. Ainsi, le conseil d'administration est censé changer de nature et de mode de fonctionnement en devenant une instance de décision neutre chargé à la fois de sécuriser les investissements spécifiques en capital financier et en capital humain et chargé de sélectionner les couplages efficaces de capital financier et de capital humain.

Cependant, la présence de salariés au conseil représente souvent pour l'analyse économique une situation potentiellement sous-optimale et ce pour plusieurs raisons. Depuis Jensen et Meckling [1979], la représentation des salariés dans les instances de décisions a été toujours perçue comme facteur d'inefficacité voire contreproductive. Pour ces auteurs, la structure d'incitations des

salariés, les poussera toujours à favoriser les décisions permettant d'augmenter leurs salaires ou leur niveau de rémunération, bien souvent au détriment des intérêts de l'entreprise ou d'autres parties prenantes. Cette « dérive » (par rapport au modèle efficace) culmine dans les situations de cogestion, où les salariés peuvent détenir jusqu'à la moitié des postes au conseil de surveillance. Pour beaucoup d'économistes, cela risque de conduire ces entreprises à être moins efficaces [Freeman et Lazear 1996] même si les études empiriques montrent plutôt le contraire [Zwick 2004]. Par ailleurs, une situation encore plus préjudiciale peut se produire. De récentes contributions ont montré que les dirigeants, eux-mêmes soupçonnés de ne pas chercher naturellement à maximiser la valeur pour les actionnaires pouvaient être tentés de passer des contrats implicites avec les salariés (ou leurs représentants) [Pagano et Volpin 2005], afin de sécuriser leur position, en concédant par exemple des salaires plus élevés [Cronqvist *et alii* 2009]. Dès lors, la réponse à ce type de dérive potentielle réside sans doute dans le respect scrupuleux des règles de fonctionnement de cette mediating hierarchy : le président du conseil doit d'après les principes d'élection et de majorité d'administrateurs indépendants être d'une neutralité absolue. Il semblerait par ailleurs que l'on pourrait interpréter cet ensemble de principes comme une incitation à laisser le dirigeant exécutif en dehors du conseil d'administration ou au moins à une séparation stricte des fonctions de dirigeant exécutif et de président du conseil [Kaufman et Englander 2005 ; Lan et Heracleous 2010]. Ainsi, de l'importance accordée au capital humain (spécifique), peut émerger à la fois une nouvelle conception de la firme, une reconceptualisation du rôle et du fonctionnement des organes de gouvernement d'entreprise (tel le conseil d'administration) mais également une refondation profonde de la composition et de l'équilibre des forces au sein de ce même conseil.

## Conclusion

L'objectif de cet article était de s'interroger non pas sur la propriété de l'entreprise et/ou de la société mais sur le droit légitime à gouverner. En effet, il semble plus juste de s'interroger sur ce droit à participer au gouvernement de l'entreprise que sur la notion de propriété de l'entreprise qui ne permet pas de saisir pleinement la problématique du gouvernement de l'entreprise.

Un retour sur l'approche dominante (contractualiste (Economie)/contractarian (Droit)) nous a permis de mettre en évidence l'incontestable puissance, simplicité et élégance du modèle contractualiste qui a incontestablement bénéficié de l'apport de la Théorie des Droits des Propriétés. Cette dernière a pu fournir l'armature économique-juridique qui in fine a permis aux actionnaires d'être placés dans une situation de surplomb et de contrôle sur les dirigeants de l'entreprise. Or, il s'avère qu'une lecture approfondie du Droit ne nous permet pas de confirmer du point de vue juridique une approche qui validerait pleinement cet état de fait économique. Prétendre que « les actionnaires sont les propriétaires de l'entreprise » est une erreur importante pour plusieurs raisons. Erreur sémantique : le Droit ne reconnaît pas l'entreprise (mais la société ou la corporation). Approximation : le terme de « propriétaire » n'apparaît ni dans la théorie juridique ni dans la jurisprudence. On peut seulement considérer que les actions représentent des titres fractionnaires du capital des sociétés commerciales de capitaux et non de manière impropre des titres de propriété. Seule la société pourrait être considérée comme détenant des droits légitimes sur les actifs. En quelque sorte, seule la société pourrait être assimilée à ce fameux propriétaire qui semble tout bonnement insaisissable. Dès lors, si l'on considère que la personne morale (la société) aurait des éléments la rapprochant d'une individualité ou d'une personnalité (y compris au sens juridique), la question de l'ontologie de la firme ne manque pas de resurgir [Gindis 2007, 2009 ; Chassagnon 2011a,b]. Une fois écartée cette ligne d'arguments, une analyse approfondie ne manque pas de relever les limites de l'analyse contractualiste de la firme, qui mobilisant tantôt, l'argument du risque, de son couplage à la créance résiduelle, tantôt les bénéfices collatéraux de la maximisation du profit, peine réellement à convaincre sur le plan logique de la pertinence de son analyse plaçant l'actionnaire au sommet du gouvernement de l'entreprise.

Dès lors, le courant Law & Economics qui nous sert de fil conducteur, nous offre à travers l'approche Team production, une approche alternative mobilisant non pas les contrats, mais la

notion d'investissements spécifiques et de capital humain. L'intérêt de cette approche est d'offrir une vision différente et pertinente du fondement de la création de valeur au sein des entreprises. Cependant, cette conceptualisation différente en plusieurs points de la première emporte une série de conséquences majeures sur la question de la légitimité à gouverner l'entreprise. En plaçant au centre de la réflexion les investissements spécifiques en capital humain (très proche de la notion de ressources [Barney 1991]), cette approche légitime la présence des salariés au sein même du gouvernement de l'entreprise. Cependant, cette approche ne se réduit pas simplement à proposer une composition différente du conseil d'administration mais place ce dernier dans un rôle d'arbitre devant juger des opportunités et des projets maximisant la pérennité de la coalition coopérative et des tirant parti des investissements spécifiques réalisés. A l'heure où le 21<sup>e</sup> siècle semble être celui de l'économie de la connaissance et du capital humain, il semble particulièrement intéressant de pouvoir fonder de nouvelles formes de gouvernement d'entreprise sur ce type d'approche. La Nouvelle Théorie des Droits de Propriété en tentant à la fois de re-théoriser la question majeure de la nature de la firme sans la dissocier de celle plus actuelle de la nature de la création de valeur semble être en mesure de répondre à ces questions centrales de l'analyse économique et gestionnaire de nos entreprises.

## Bibliographie

- Aghion P., Tirole J., 1997, "Formal and real authority in organizations", *Journal of Political Economy*, 105, pp. 1-27.
- Aglietta M., Reberlioux A., 2004, *Dérives du capitalisme financier*, Albin Michel, Paris.
- Alchian A., 1961, *Some Economics of Property*, Rand Corporation.
- Alchian A., 1987, "Property Rights", in Eatwell, Milgate, Newman, *A dictionary in Economics*, The new Palgrave
- Alchian A., Demsetz H., 1972, "Production, Information Costs and Economic Organization", *American Economic Review*, Vol.62 (5).
- Alchian A., Demsetz H., 1973, "The Property Right Paradigm", *The Journal of Economic History*, Vol.33, n° 1, The Tasks of Economic History, pp. 16-27.
- Alchian A., Woodward S., 1988, "The firm is dead, long live the firm. A review of Oliver Williamson's *The Economic Institutions of Capitalism*", *Journal of Economic Literature*, Vol.26, March.
- Allen W., 1992, "Our Schizophrenic Conception of the Business Corporation", *Cardozo Law Review*, Vol.14, n° 2, pp. 261-281.
- Amann B., 1999, in Koenig G. (dir.), *De nouvelles théories pour gérer l'entreprise au XXIe siècle*, Economica.
- Asher C., Mahoney J., 2005, "Towards a Property Rights Foundation for a Stakeholder Theory of the Firm", *Journal of Management and Governance*, Vol.9, n° 1, pp. 5-32.
- Bainbridge S., 2002, Director Primacy: The Means and Ends of Corporate Governance, *UCLA School of Law Working Paper*, n° 02-06.
- Bainbridge S., 2008, *The new corporate governance in theory and practice*, Oxford University Press.
- Barney J., 1991, "Firm resources and sustained competitive advantage", *Journal of Management*, Vol.17, pp. 99-120.
- Batsch L., 2002, *Le capitalisme financier*, La Découverte, Paris.
- Baudry B., 2003, *Economie de la firme*, Paris, La Découverte.
- Beach C., 1891, *The law of private corporations*, Chicago: Flood.
- Bergh Van Den R., 1988, « Le droit civil face à l'analyse économique du droit », *Revue internationale de droit économique*, n° 2, pp. 229-254.
- Bhagat S., Black B., 2002, "The Non-Correlation between Board Independence and Long-Term Firm Performance", *Journal of Corporation Law*, Vol.27, pp. 231-273.
- Biondi Y., Gindis D., 2003, « La nature économique de la firme entre pouvoir et entité : l'apport de Rajan et Zingales à la théorie de la firme », Centre Walras, document de travail 280.
- Blair M., 1995, *Ownership and Control*, Brookings Institution Press, Washington.
- Blair M., 1996, *Wealth Creation and Wealth Sharing*, Brookings Institution Press, Washington.
- Blair M., 1999, "Firm-specific human capital and theories of the firm", in Blair M. and Roe M. (eds.), *Employees and Corporate Governance*, Brookings Institution Press.

- Blair M., Stout L., 1999, "A Team Production Theory of Corporate Law", *Virginia Law Review*, Vol.85, n°2, March, pp. 248-320.
- Blair M. Stout L., 2001, "Corporate accountability: Director accountability and the mediating role of the corporate board", *Washington Law Review*, 79, pp. 403-447.
- Blair M., 2005, "Closing the Theory Gap: How the Economic Theory of Property Rights Can Help Bring" Stakeholders Back into Theories of the Firm", *Journal of Management and Governance*, Vol.9, pp. 33-39.
- Blasi J., Conte M. and Kruse D., 1996, "Employee Stock Ownership and Corporate Performance among Public Companies", *Industrial and Labor Relations Review*, Vol.50, n°1.
- Blasi J., Kruse D. and Berstein A., 2003, *In the Company of Owners, the truth about stock-options and why every employee should have them*, New York: Perseus Books.
- Boyer T., 2002, « Gouvernement d'entreprise et relations d'emploi », Thèse pour le Doctorat en Sciences Economiques, Université Paris-X Nanterre.
- Carleton Ch., Mahoney J., Mahoney J., 2005, "Towards a Property Rights Foundation for a Stakeholder Theory of the Firm", *Journal of Management and Governance*, vol.9, pp 5-32.
- Charreaux G., 1997, « Vers une théorie du gouvernement des entreprises », in Charreaux G. (ed.), *Le gouvernement des entreprises*, coll. Recherche en Gestion, Economica pp. 421-469.
- Charreaux G., 1999, « La théorie positive de l'agence : lectures et relectures », in Koenig G. (coord.), *De nouvelles théories pour gérer l'entreprise au XXIe siècle*, Economica.
- Charreaux G., 2001, « Le gouvernement d'entreprise », in J.Allouche (coord.), *Encyclopédie des ressources humaines*, Vuibert.
- Chassagnon V., 2011a, "The Network Firm as a Single Real Entity: Beyond the Aggregate of Distinct Legal Entities", *Journal of Economic Issues*, Vol.45, n°1, pp. 113-136.
- Chassagnon V., 2011b, "The law and economics of modern firm: A new governance structure of power relationships", *Revue d'économie industrielle*, n°134, pp. 25-50.
- Clarke T., 2007, *International Corporate Governance*, Routledge.
- Clement J-C., 2007, « Le rôle des batailles de procuration au sein du gouvernement des entreprises », Thèse pour le Doctorat en Sciences de Gestion, Université Pierre-Mendes France, Grenoble.
- Coase R., 1937, "The Nature of the Firm", *Economica*, n°4, novembre, pp. 386-405.
- Coase R., 1960, "The Problem of Social Cost", *Journal of Law and Economics*, n°3, pp. 1-40.
- Cole D., Grossman P., 2002, "The Meaning of Property Rights: Law versus Economics?", *Land Economics*, Vol.78, n°3, pp. 317-330.
- Coriat B., Weinstein O., 1995, *Les nouvelles théories de l'entreprise*, Le Livre de Poche, Paris.
- Couret A., 1987, *La théorie des droits de propriété in CEDAG, De nouvelles théories pour gérer l'entreprise*, Economica.
- Cronqvist H., Heyman F., Nilsson M., Svaleryd H., and Vlachos J., 2009, "Do Entrenched Managers Pay Their Workers More ?", *Journal of Finance*, Vol.64, n°1, pp. 309-339.
- Daily C., Dalton D., and Cannella A., 2003, "Corporate governance: Decades of dialogue and data", *Academy of Management Review*, 28, pp. 371-382.

- Demeulenaere P., 2003, *Homo oeconomicus, Enquête sur la constitution d'un paradigme*, P.U.F., Paris.
- Demsetz H., 1967, "Toward a Theory of Property Rights", *American Economic Review*, 57(2), pp. 347-359.
- Demsetz H., 1997, "The Firm in Economic Theory: a Quiet Revolution", *American Economic Review*, 87(2), pp. 426-429.
- Dodd M., 1932, "For Whom are Corporate Managers Trustees?", *Harvard Law Review*, Vol.45, pp. 1145-1156.
- Easterbrook F., Fischel D., 1991, *The Economic Structure of Corporate Law*, Harvard University Press.
- Fama E., Jensen M., 1983, "Separation of Ownership and Control", *Journal of Law and Economics*, Vol.26, pp. 301-326.
- Ferran E., 1999, *Company law and corporate finance*, Oxford University Press.
- Fish J., 2006, "Measuring Efficiency in Corporate Law: The Role of Shareholder Primacy", *Journal of Corporation Law*, Vol.31, pp. 637-674.
- Freeman R., Lazear E., 1996, "An Economic Analysis of Works Councils", in Rogers et Streek (eds.), *Works Councils - Consultation, Representation, and Cooperation in Industrial Relations*, pp. 27-52.
- French P., 1979, "The Corporation as a Moral Person", *American Philosophical Quarterly*, Vol.16, n°3, pp. 207-215.
- Frentrop P., 2003, *A History of Corporate Governance*, Deminor, Amsterdam.
- Frey B., Osterloh M., 2005, "Yes Managers Should Be Paid Like Bureaucrats", *Journal of Management Inquiry*, Vol.14, n°1, pp. 96-111
- Friedman M., 1970, "The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits", *New York Times Magazine*, 13 Septembre, pp. 32-33.
- Furubotn E., Pejovich S., 1972, "Property Rights ad Economic Theory: A Survey of Recent Literature", *Journal of Economic Literature*, Vol.10, n°4.
- Galbraith J., 1967, *Le Nouvel Etat Industriel*, Gallimard, Paris.
- Gindis D., 2005, « Une appréciation critique de la nouvelle théorie des droits de propriété », Communication Rencontre de la recherche IFGE, EM Lyon, 3 mars 2005.
- Gindis D., 2007, "Some Building Blocks for a Theory of the Firm as a Real Entity", in Biondi, Y., Canziani, A. et Kirat, T. (eds), *The Firm as an Entity: Implications for Economics, Accounting and Law*, New-York: Routledge.
- Gindis D., 2009, "From fictions and aggregates to real entities in the theory of the firm", *Journal of Institutional Economics*, Vol.5, n°1, pp. 25-46.
- Girard C., 2001, « Une typologie de l'activisme des actionnaires minoritaires en France », *Finance-Contrôle-Stratégie*, vol.4, n°3, pp. 123-146.
- Gomez P-Y, 1996, *Le Gouvernement de l'Entreprise*, InterEditions.
- Gomez P-Y, 2001, *La république des actionnaires*, Syros.
- Gomez P-Y, 2003, « Jalons pour une histoire des théories du gouvernement des entreprises », *Finance Contrôle Stratégie*, vol.6, n°4, pp. 183-208.

- Gomez P-Y, Korine H., 2009, *L'entreprise dans la démocratie*, De Boeck.
- Gordon H., 1954, "The economic theory of common property resource : the fishery", *Journal of Political Economy*, 62, pp. 124-142.
- Gulati M., Klein W. and Zolt E., 2000, "Connected Contracts", *UCLA Law Review*, Vol.47, pp. 887-948.
- Hager M., 1989, "Bodies politic: The progressive history of organizational "real entity" theory", *University of Pittsburgh Law Review*, Vol.50, pp. 575-654.
- Hansmann H., Kraakman R., 2001, "The End of History of Corporate Law", *Georgetown Law Journal*, Vol.89, pp. 439-468.
- Hardin G., 1968, "The tragedy of commons", *Science*, 162, pp. 1243-1248.
- Hart O., 1989, "An Economist's Perspective on the Theory of the Firm", *Columbia Law Review*, n° 84, pp. 1757-1764.
- Hart O., 1995, *Firms, Contracts and Financial Structure*, Oxford University Press, New York.
- Hart O., 1996, *The Meaning of Ownership, in Wealth Creation and Wealth Sharing*, Brookings Institution Press, Washington.
- Hart O., 2011, "Thinking about The Firm, A Review of Daniel Spulber's The Theory of the Firm", *Journal of Economic Literature*, Vol.49, n° 1, pp. 101-113.
- Hart O., Moore J., 1990, "Property Rights and The Nature of The firm", *Journal of Political Economy*, Vol.98, n° 6, pp. 1119-1158.
- Hatchuel A., Segrestin B., 2007, « La société contre l'entreprise ? Vers une norme d'entreprise à progrès collectif », *Droit et Société*, vol.65, pp 27-40.
- Hessen R., 1983, "The Modern Corporation and Private Property: A Reappraisal", *Journal of Law and Economics*, Vol.26, pp. 273-289.
- Hillman A., Keim G., 2001, "Shareholder Value, Stakeholder Management, and Social Issues: What's the Bottom Line", *Strategic Management Journal*, Vol.22, pp. 125-139.
- Hodgson G., 2002, "The Legal Nature of the Firm and the Myth of the Firm-Market Hybrid", *International Journal of the Economics of Business*, Vol.9, n° 1, 2002, pp. 37-60
- Holmström B., 1982, "Moral Hazard in Teams", *Bell Journal of Economics*, 13, pp. 324-340.
- Hovenkamp H., 2009, "Neoclassicism and the separation of ownership and control", *Virginia Law and Business Review*, Vol.4, n° 2, pp. 373-402.
- Jensen M., Meckling W., 1976, "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics*, Vol.3, n° 4, pp .305-360.
- Jensen M., Meckling W., 1992, "Specific and general knowledge, and organizational structure", in Werin L., Wijkander H. (Eds.), *Contract Economics*, Blackwell Publishers, Cambridge, pp. 251-274.
- Kaufman A., Englander E., 2005, "A team production model of corporate governance", *Academy of Management Executive*, Vol.19, n° 3, pp. 9-22.
- Kirat T., 1998, « Economie et droit, De l'analyse économique du droit à de nouvelles alliances », *Revue Economique*, vol.49, n° 4, pp. 1057-1087.

- Klein B., Crawford R. and Alchian A., 1978, "Vertical Integration, Appropriable Rents, and the Competitive Contracting Process", *Journal of Law and Economics*, Vol.21, n°2, pp. 297-326.
- Lan L., Heracleous L., 2010, "Rethinking Agency Theory : The View From Law", *Academy of Management Review*, Vol.35, n°2, pp. 294-314.
- Landier A., Thesmar D., 2007, *Le grand méchant marché, décryptage d'un fantasme français*, Flammarion.
- Lazonick W., O'Sullivan M., 2000, "Maximizing shareholder value : a new ideology for corporate governance", *Economy and Society*, Vol.29, n°1, pp. 13-35.
- Letza S., Sun X., Kirkbride, 2004, "Shareholding versus Stakeholding: a critical review of corporate governance", *Corporate Governance: an International Review*, Vol.12, n°3, pp. 242-262.
- Libecap G., 1989, *Contracting for Property Rights*, New York, Cambridge University Press.
- Lizee M., 1994, « Essai sur la nature de la société par actions », *McGill Law Journal*, vol.39, pp.502.
- L'Helias S., 1997, *Le retour de l'actionnaire*, Gualino.
- Lordon F., 2000, « La création de valeur comme rhétorique et comme pratique : généalogie et sociologie de la valeur actionnariale », *L'Année de la Régulation*, vol.4, 2000.
- Machen A., 1911, "Corporate Personality", *Harvard Law Review*, Vol.24, n°4, pp. 253-267 et Vol.24, n°4, pp. 347-365.
- Markowitz H., Blasi J. and Kruse D., 2009, "Employee stock ownership and diversification", *Annals of Operations Research*, Vol.176, n°1, pp. 95-107.
- Mayson S., French D. and Ryan C., 1994, *Corporation Law*, Londres, Blackstone Press
- Meese A., 2002, "Essay: The Team Production Theory of Corporate Law: A Critical Assessment", *William and Mary Law Review*, Vol.43.
- Milgrom P., Roberts J., 1992, *Economics, Organization and Management*, Prentice-Hall International.
- Millon D., 1991, "Redefining Corporate Law", *Indiana Law Review*, Vol.24, pp.223-30.
- Millon D., 2000, "New Game Plan or Business as Usual? A Critique of the Team Production Model of Corporate Law", *Virginia Law Review*, 86.5, pp. 1001-1044.
- Mitchell L., 1999, "Trust and team production in post-capitalist society", *Iowa Journal of Corporation Law*, Vol.24, pp. 869-912.
- Moore J., 1992, "The Firm as a Collection of Assets", *European Economic Review*, Vol.36 (2-3), pp. 493-507.
- Moore M., Reberioux A., 2009, "From Minimization to Exploitation: Re-Conceptualizing the Corporate Governance Problem", CLPE Research Paper n° 16/2009.
- North D., 1990, *Institutions, Institutional Change and Economic Performance*, Cambridge, Harvard University Press.
- Osterloh M., Frey B., 2006, "Shareholders Should Welcome Knowledge Workers as Directors", *Journal of Management and Governance*, Vol.10, pp. 325-345.
- Pagano M., Volpin P., 2005, "Workers, Managers, and Corporate Control", *Journal of Finance*, Vol.60, No. 2, pp. 841-868.
- Pailusseau J., 1984, « Les fondements du droit moderne des sociétés », *JCP*, 13148.

- Phillips M., 1994, "Reappraising the real entity theory of the corporation", *Florida State University Law Review*, Vol.21, pp.1061-1123.
- Posner R., 1972, *The Economic Analysis of Law*, Little Brown, Boston.
- Rajan R., Zingales L., 1998, "Power in a theory of the firm", *Quarterly Journal of Economics*, May, pp. 387-432.
- Rajan R., Zingales L., 2000, "The Governance of the New Enterprise" in X. Vives (ed.), *Corporate Governance: Theoretical and Empirical Perspectives*, Cambridge University Press.
- Rajan R., Zingales L., 2001, "The Firm as a Dedicated Hierarchy : A Theory of the Origins and the Growth of Firms", *Quarterly Journal of Economics*, 116(3).
- Robé J-Ph., 1999, *L'entreprise et le droit*, PUF, Paris.
- Robé J-Ph., 2001, « L'entreprise oubliée par le droit », *Journal de l'École de Paris du Management*, n° 32, pp. 29-37.
- Robé J-Ph., 2009, « A qui appartiennent les entreprises ? », *Le Débat*, n° 155, pp. 32-36.
- Robé J-Ph., 2011, "The Legal Structure of The Firm, Accounting", *Economics and Law*, Vol.1, n° 1, pp. 1-89.
- Roe M., 1994, *Strong Managers, Weak Owners*, Princeton University Press.
- Simon Y., Tezenas du Montcel H., 1977, « Théorie de la Firme et réforme de l'entreprise », *Revue Economique*, mai.
- Stout L., 2002, "Bad and Not-So-Bad Arguments for Shareholder Primacy", *Southern California Law Review*, Vol.75, pp. 1189-1206.
- Stout L., 2008, "Why we should stop teaching Dodge v. Ford", *Virginia Law and Business Review*, Vol.3, n° 1, pp. 163-176.
- Strasser K., 2011, "A comment on The Legal Structure of The Firm", *Accounting, Economics and Law*, Vol.1, n° 1.
- Subramanian G., 2002, "The Influence of Antitakeover Statutes on Incorporation Choice: Evidence on the "Race" Debate and Antitakeover Overreaching", *University of Pennsylvania Law Review*, Vol.150, n° 6, pp. 1795-1815.
- Supiot A., 1985, « Groupes de sociétés et paradigme de l'entreprise », *Revue trimestrielle de droit commercial et de droit économique*
- Taylor H., 1902, *A treatise on the law of private corporations* (5<sup>e</sup> ed.), New York: Banks
- Tinel B., 2000, « La concurrence sur le marché du travail au regard de quelques débats récents sur le pouvoir », Communication IWGVT Conference.
- Tinel B., 2004, « Que reste-t-il de la contribution d'Alchian et Demsetz à la théorie de l'entreprise ? », *Cahiers d'Economie Politique*, n° 46, pp.67-89.
- Wang H., Barney J., 2006, "Employee incentives to make firm specific investment: Implications for resource-based theories of corporate diversification", *Academy of Management Review*, Vol.31, pp. 466-476.
- Wang H., He J. and Mahoney J., 2009, "Firm-specific knowledge resources and competitive advantage: The roles of economic- and relationship-based employee governance mechanisms", *Strategic Management Journal*, n° 30: pp. 1265-1285.

- Williamson O., 1985, *The Economics Institutions of Capitalism*, New York, Free Press.
- Williston S., 1888, "History of the Law of Business Corporations before 1800", *Harvard Law Review*, Vol.2, n° 3, pp. 105-124.
- Zingales L., 2000, "In Search of New Foundations", *Journal of Finance*, Vol.55, n° 4, pp. 1623-1653.
- Zolezzi G., 2004, « L'Actionnariat Salarié Influent face aux théories des droits de propriété et de la gouvernance partenariale », Communication présentée au colloque Métamorphoses des Organisations, Université Nancy 2, GREFIGE, 21 et 22 octobre 2004.
- Zwick T., 2004, "Employee Participation and Productivity", *Labour Economics*, Vol.11, pp. 715-740.