

# L'entreprise et ses actionnaires

Pierre FRANÇOIS  
Claire LEMERCIER  
Thomas REVERDY

« *There is one and only one social responsibility of business—to use its resources and engage in activities designed to increase its profits so long as it stays within the rules of the game, which is to say, engages in open and free competition without deception or fraud.* »

Milton Friedman, *New York Times Magazine*, 13 September 1970.

**Résumé.** Nous proposons ici une revue de littérature portant sur la grande entreprise en nous interrogeant sur les conditions de possibilité et les incarnations historiques de ce qui la fonde, l'investissement capitalistique. Nous abordons deux périodes cruciales pour cette forme organisationnelle : la mise en place de la grande entreprise intégrée à la fin du XIX<sup>e</sup> siècle et la révolution actionnariale à la fin du XX<sup>e</sup> siècle. Tout en évoquant notamment la mise au point des supports juridiques de l'investissement capitalistique et les conséquences pour les salariés de l'adoption de la valeur actionnariale, nous nous concentrons sur la question des relations entre actionnaires et managers.

**Mots-clés.** ENTREPRISE – CAPITALISME – ACTIONNAIRE – ÉLITES ÉCONOMIQUES – FINANCIARISATION

Peut-on prendre Milton Friedman au sérieux ? Sa célèbre formule, lapidaire et provocatrice, selon laquelle la seule responsabilité sociale de l'entreprise est d'accroître ses profits et la rémunération de ceux qui la possèdent, est *a priori* démentie par l'ensemble du corpus sociologique. L'entreprise fait en effet bien autre chose qu'accroître ses profits : le travail y est organisé et régulé (Reynaud, 1988 ; Lallement, 2007), des identités et des appartenances y sont constituées (Sainsaulieu, 1977, 1992), elle peut être un lieu d'innovation (Le Masson *et al.*, 2006) et de capitalisation de savoir (Dosi *et al.*, 1990 ; Segrestin, 2004). Sans doute, répondrait M. Friedman, mais ce ne sont là que des effets induits par sa véritable fonction : c'est pour accroître ses profits et ceux de ses propriétaires que l'entreprise rassemble des salariés dont elle organise, coordonne et régule le travail, c'est parce qu'en son sein les salariés interagissent durablement pour engendrer de la valeur qu'elle devient l'un des fondements de leur identité, c'est pour produire une richesse sans cesse plus importante qu'on y innove et qu'on y accumule savoir et compétence. L'objectif de l'entreprise reste le profit et la rémunération des actionnaires. Peut-on dépasser cette opposition classique entre sociologues et économistes, qui reconduit une ligne de partage de l'objet empirique « grandes entreprises » entre les deux disciplines ?

Sans nous départir des propositions fondamentales avancées par les sociologues qui ont analysé les entreprises, nous choisissons de prendre au sérieux la proposition de M. Friedman dans cette présentation de quelques travaux des dernières décennies

sur la grande entreprise<sup>1</sup> – ou, plus précisément, de la constituer en énigme. La sociologie néo-institutionnaliste a en effet montré que la grande entreprise capitaliste peut poursuivre des objectifs alternatifs (Fligstein, 1990 ; puis Davis *et al.*, 1994, sur les variations dans le temps pour l'industrie états-unienne ; Dobbin, 1994, sur les différences entre France, Grande-Bretagne et États-Unis au XIX<sup>e</sup> siècle). En remettant en cause l'évidence fonctionnelle de la recherche du profit et de la rémunération des actionnaires, ces travaux mettent au jour l'importance des considérations normatives dans la définition des objectifs de l'entreprise. C'est précisément ce sillon que nous allons creuser ici : l'objectif de profit et de rémunération des actionnaires a très souvent, depuis qu'il existe de grandes entreprises capitalistes, été mis en avant tant par les acteurs que par les chercheurs, bien au-delà de M. Friedman. Tout en n'oubliant pas que des alternatives ont existé, il s'agit pour nous de rendre compte de la primauté accordée ou non à cet objectif, selon les périodes.

Pour mieux comprendre si c'est par définition que la grande entreprise capitaliste est liée à l'objectif de profit et de rémunération des actionnaires, il est utile de se pencher sur ses origines, donc sur le XIX<sup>e</sup> siècle, voire sur les périodes antérieures, qui lui ont fourni des formes juridiques – ce que nous ferons dans notre première partie. Nous nous y centrerons d'abord sur ces supports juridiques qui ont porté un investissement capitalistique loin d'aller de soi, puis sur les conflits qu'engendre la volonté de contrôle et de captation des profits consubstantielle à cet investissement. Nous aborderons en particulier le conflit entre les actionnaires, qui apportent le capital, et les managers, qui doivent le faire fructifier – tel qu'il avait été déjà décrit par A. Berle et G. C. Means en 1932 : le manager ne suit pas toujours docilement les injonctions de son propriétaire, il peut avoir ses propres objectifs. Cette première partie de notre revue de littérature se fonde sur des travaux aussi bien d'histoire que de sociologie, voire d'autres disciplines, qui ont souvent pour point commun de discuter le modèle très fonctionnaliste, et très ancré dans les États-Unis du XX<sup>e</sup> siècle, posé par l'historien des entreprises Alfred Chandler (1988, 1992). De ces travaux, issus d'horizons divers et qui ne constituent pas encore un corpus cohérent, nous tenterons de tirer un récit alternatif à celui d'A. Chandler.

Ce sont les relations entre actionnaires et managers et leurs liens avec le processus de financiarisation des entreprises qui seront au cœur de notre seconde partie, centrée sur les dernières décennies du XX<sup>e</sup> siècle et le début du XXI<sup>e</sup>. Cette partie présente une littérature pour l'essentiel en anglais, cumulative et en bonne partie constituée comme telle, relevant de la sociologie néo-institutionnaliste – en invitant à la compléter par une diversification des cas empiriques traités, au-delà des États-Unis. Dans ces deux parties, nous serons en effet loin d'évoquer des travaux portant sur toutes les régions du monde. Cette restriction n'est pas imputable à nos seules limites : la recherche sur les grandes entreprises, et en particulier sur les questions que nous évoquons ici, est polarisée par les études menées sur le cas états-unien. Celui-ci n'est pourtant ni un cas moyen, ni un modèle vers lequel les autres trajectoires nationales seraient amenées à converger : développer les travaux sur d'autres pays est ainsi une des voies possibles pour constituer un récit moins linéaire des rapports entre l'entreprise et ses actionnaires.

1. Nous ne prétendons évidemment pas à l'exhaustivité. Pour d'autres revues de littérature en anglais, voir Davis (2005), Davis et Scott (2007, chap. 12 et 13). Sur les aspects historiques, un bon point de départ en français est Labardin et Pezet (2014) ; en anglais, on peut se référer à Cassis (1997, 2007).

## **La naissance de la grande entreprise intégrée : d'une histoire (fonctionnaliste) à l'autre**

### ***Révision chronologique et divergence causale***

Les grandes entreprises capitalistes ont longtemps assez peu intéressé les historiens – à l'exception évidente du travail qui s'y déployait et du conflit capital-travail –, ceux et celles qui étudiaient l'économie restant souvent à l'échelle macro. L'histoire de l'organisation de la production, et plus récemment des relations entre actionnaires et managers, puis des formes juridiques de l'entreprise, est pour l'essentiel née dans les *business schools*, adoptant une posture souvent normative (en discutant ce que doit être l'entreprise, voire en louant par principe les entrepreneurs) et/ou fonctionnaliste (en analysant les évolutions historiques comme des réponses logiques à des problèmes bien identifiés). Si cette spécialité naît, aux États-Unis, dès l'entre-deux-guerres (Fridenson, 2014), c'est dans les années 1960-1970 qu'Alfred Chandler propose, sur la base d'une synthèse et de monographies nouvelles, un récit de la naissance de la grande entreprise intégrée qu'historiens et sociologues se sont attachés, depuis, à illustrer mais aussi à réviser, en particulier du fait de son caractère fonctionnaliste. Pour A. Chandler (1988), au XIX<sup>e</sup> siècle, c'est parce que la taille des marchés s'accroît (grâce notamment aux nouveaux moyens de transport) que celle des entreprises grandit également, et que se font jour, dès lors, de nouveaux enjeux techniques et organisationnels. En réponse, les chemins de fer, notamment, inventent les formes modernes de management et d'organisation, dont des marchés internes du travail appuyés sur un système bureaucratique formalisant recrutement et avancement. C'est aussi pour financer cette croissance que la propriété doit se disperser entre un très grand nombre d'actionnaires, qui finissent par n'avoir plus aucune connaissance de ce qui se déroule au sein des entreprises dont ils possèdent une part du capital. Pour diriger ces immenses entreprises émerge donc la figure du manager. Et si cette figure naît plus tard en Allemagne ou en Angleterre qu'aux États-Unis, c'est parce que l'étroitesse de leurs marchés retarde l'accroissement de la taille de leurs entreprises : que les barrières à l'exportation tombent et la même dynamique se fait jour, qui mène à la même distribution des pouvoirs (Chandler, 1992).

La thèse avancée par A. Chandler constituait une révision importante de la chronologie qui, jusque-là, s'imposait. En effet, l'expression « révolution industrielle », ou encore l'intérêt d'Adam Smith, puis de Karl Marx, pour les premières, mais très rares, usines de leur temps avaient longtemps fait croire à une domination des très grandes entreprises, dans les pays concernés par cette « révolution », dès la fin du XVIII<sup>e</sup> ou le début du XIX<sup>e</sup> siècle. A. Chandler, lui, s'est attaché à placer tard dans le XIX<sup>e</sup> siècle la naissance, puis la diffusion, du nouveau type d'organisation constitué par la grande entreprise intégrée. L'histoire de l'accroissement de la taille des entreprises et celle du salariat telle qu'elle a été renouvelée depuis vingt-cinq ans a globalement confirmé cette chronologie avancée par A. Chandler. C'est d'autant plus notable que ces renouvellements sont dus aussi bien à des gestionnaires ou des juristes qu'à des sociologues ou des historiens, aux préoccupations théoriques et aux méthodes empiriques variées, qui ne se lisaient pas toujours mutuellement. L'historiographie qui, depuis trente ans, discute les thèses d'A. Chandler insiste ainsi sur la longue domination du commerce et de petites sociétés sur des économies pourtant déjà capitalistes et en croissance, jusqu'aux dernières décennies du XIX<sup>e</sup> siècle (Verley, 1997 ; Gervais, 2007, pour une introduction Lemercier, 2014). C'est bien dans les

années 1880-1900, en particulier, que naît le salariat, comme compromis particulier (subordination à l'employeur et partage inégal de la valeur créée, mais aussi protection, par l'employeur et/ou l'État, vis-à-vis de certains risques) apaisant partiellement le conflit capital-travail, stabilisant la relation d'emploi et permettant la naissance de marchés internes (Castel, 1999). C'est aussi seulement à ce moment que naissent les formes organisationnelles et juridiques qui permettent l'invention de ce compromis et appuient sa diffusion (Perrow, 1991). Il n'y a auparavant pas de contrat de travail (Deakin et Wilkinson, 2005), pas de contremaîtres ou, plus généralement, de hiérarchie entre l'ouvrier et le patron (Lefebvre, 2003), pas plus que de services chargés du personnel (Jacoby, 1985). Même dans les grandes unités de production, à l'exception de celles qui recourent au travail forcé ou à l'une de ses déclinaisons (des plantations aux usines anglaises usant d'un traitement pénal de la relation de travail – voir Stanziani, 2010), l'organisation demeure marchande et décentralisée au moins jusqu'en 1870, et encore très largement jusqu'à la Première Guerre mondiale. Cette dernière joue un rôle majeur dans l'enracinement du compromis salarial et dans la diffusion de l'organisation scientifique de la production (Moutet, 1997), et ce, très largement, avec l'appui des États.

Convergeants dans la chronologie qu'ils établissent, ces travaux s'opposent en revanche à ceux d'A. Chandler en ce qu'ils se veulent moins linéaires dans leur description des évolutions et moins fonctionnalistes dans l'imputation des causes. L'avant 1870, tout d'abord, cesse d'être lu en termes de manques, comme un moment où ce qui fait l'entreprise par excellence, celle du *xx<sup>e</sup>* siècle, ne serait *pas encore* là. Depuis que le modèle de la grande entreprise intégrée est remis en cause comme la forme dominante d'organisation des firmes contemporaines, de plus en plus de chercheurs ne veulent plus voir les fonctionnements marchands du *xix<sup>e</sup>* siècle comme un système archaïque n'attendant que d'être dépassé : ils les analysent plutôt dans leurs dynamiques et leurs rationalités propres – ironiquement, ce mouvement a été lancé avant même la traduction en français du premier livre majeur d'A. Chandler, notamment par un article de C. Sabel et J. Zeitlin (1985). Dès lors qu'est ainsi reconsidérée la période précédant la naissance de la grande entreprise intégrée, il n'est plus possible de présenter sa naissance, et avec elle celle du salariat, comme tout naturelle, ou comme le simple fruit d'une intégration croissante des marchés dont la date reste par ailleurs débattue (Daudin, 2010). Ce ne sont pas uniquement les propriétaires et les dirigeants des entreprises qui ont adopté des formes d'organisation plus intégrées en réaction logique à l'accroissement de la taille des marchés. Les transformations qui affectent les entreprises sont davantage analysées comme le résultat de conflits entre différents groupes : syndicats et chefs d'entreprise certes, mais aussi, voire surtout, réformateurs sociaux ou État.

Les mêmes révisions valent pour les deux questions sur lesquelles nous nous attarderons un peu plus : l'adoption croissante de la société anonyme cotée en bourse comme forme juridique et comme mode de financement, et la naissance du conflit entre actionnaires et managers, à mesure que ces deux rôles se différencient. En dépit de la diversité de leurs approches, les littératures qui travaillent ces deux questions s'accordent pour avancer que ces nouveautés de la fin du *xix<sup>e</sup>* ou du début du *xx<sup>e</sup>* siècle ne découlent pas de l'obsolescence de formes antérieures, et que dans leur naissance, conflictuelle, les États jouent un rôle-clé.

## ***L'invention du profit et la mobilisation de formes juridiques***

L'histoire du droit et celle de la comptabilité ont longtemps exposé, à propos de l'invention de la société anonyme cotée en bourse et des moyens de mesure et de partage du profit, une histoire tout aussi linéaire et fonctionnaliste que celle d'A. Chandler ; celui-ci intégrait d'ailleurs leur récit dans sa démonstration. Là encore, ce serait l'accroissement de la taille et de la complexité des entreprises qui aurait nécessité de les rendre plus pérennes (donc de dépasser la simple société de personnes), de leur permettre de rassembler des capitaux plus importants (donc de recourir aux marchés financiers), de limiter la responsabilité personnelle, sur leurs deniers, d'abord des fournisseurs de ces capitaux, puis des dirigeants de l'entreprise eux-mêmes (par les différentes formes de société à responsabilité limitée, et notamment la société anonyme), et, enfin, de normaliser la mesure comptable du profit, afin de permettre de distribuer aux actionnaires leur juste part. Ces récits linéaires pouvaient sembler cohérents avec celui, fondateur, de Max Weber : selon lui, la rationalisation formelle, notamment du droit et de la comptabilité, serait allée de pair avec la naissance du capitalisme, voire en aurait constitué une des conditions nécessaires. Or, alors même que c'est en partie sous le signe d'une redécouverte de Weber que l'intérêt pour le droit s'est récemment développé en histoire et en sociologie économiques (pour s'en tenir à la francophonie, voir Stanziani, 2007 et Bessy *et al.*, 2012), les travaux des dernières décennies sont venus nettement réviser, voire contredire frontalement, ce récit ancien et tenace. Cette révision s'est largement faite sous le signe de la repolitisation des récits des origines, en insistant sur les origines non économiques des formes juridiques mobilisées par les capitalistes et sur le poids des conflits et des rapports de force dans leur adoption.

En partant du cas français, l'historien venu de l'économie Alessandro Stanziani (2012) a ainsi récemment souligné combien la naissance et l'expansion du capitalisme, aux XVIII<sup>e</sup> et XIX<sup>e</sup> siècles, s'étaient appuyées sur un droit bien antérieur, prévu pour régler des relations marchandes interpersonnelles, et pourtant longtemps utilisé sans encombre par les acteurs. Le même constat vaut pour la comptabilité, qui conserve également tard dans le XIX<sup>e</sup> siècle des modalités plus axées sur la gestion des relations de crédit que sur le calcul du profit. C'est ce qu'a notamment montré P. Gervais (2012) : même les négociants qui gèrent les entreprises les plus profitables du XVIII<sup>e</sup> siècle n'ont pas les moyens d'estimer les profits de chaque opération, et ce n'est pas, en général, ce qui les intéresse. Encore au XIX<sup>e</sup> siècle, dans les entreprises industrielles qui ont plus intéressé les historiens de la comptabilité, les calculs de profit restent expérimentaux, sans normes consensuelles (Labardin et Pezet, 2014). L'exception à cette situation d'ensemble est toutefois importante. Dès le XVIII<sup>e</sup> siècle, des partenariats inhabituels peuvent être mis en place, parfois sous la forme de sociétés par action (de courte durée), afin de mobiliser des capitaux plus importants – c'est le cas, par exemple, lorsqu'il faut affréter des navires transatlantiques. Lorsque vient le temps du règlement des parts de chacun, il faut pouvoir calculer les profits. Et dans les dernières décennies du XIX<sup>e</sup> siècle, ce sont des fraudes produites par le conflit émergent entre actionnaires et managers qui donnent naissance à une normalisation du calcul des bénéfices : certaines entreprises ont offert d'énormes « dividendes fictifs », pris en réalité sur leur capital, pour attirer de nouveaux actionnaires, tandis que d'autres ont camouflé leurs bénéfices pour les réinvestir plutôt que de les distribuer (Lemarchand et Praquin, 2005). *In fine*, c'est, en France, l'intervention de l'État, autour de la Première Guerre mondiale, qui vient consolider cette définition juridique du profit, puisque le premier impôt sur les sociétés est un impôt sur les bénéfices de

guerre. Sans beaucoup de lectures mutuelles, historiens de l'économie et de la comptabilité ont donc largement retrouvé les propositions qu'avançaient, de manière plus cursive mais en nuanciant déjà amplement le récit webérien, les sociologues B. Carruthers et W. Espeland (1991).

Pour qu'il y ait calcul du profit au sens où l'entend M. Friedman, il faut donc qu'il y ait à la fois des actionnaires et un État, les uns comme l'autre jaloux de leur part de ce profit et de son détournement possible par les dirigeants de l'entreprise, plus au fait qu'eux de la réalité derrière ses comptes. L'association qu'opère l'économiste entre l'objectif du profit et la rémunération des actionnaires est ainsi empiriquement validée, mais aussi restreinte à la période postérieure à la naissance des grandes entreprises intégrées. Plus précisément encore, il s'agit de la période, à partir du milieu du XIX<sup>e</sup> siècle aux États-Unis, plutôt de ses dernières décennies en France, où les sociétés par actions sont devenues très nombreuses. C'est donc plutôt leur multiplication, avec les conflits qui s'ensuivent, qui incite à créer des normes comptables : celles-ci ne sont pas une condition préalable à la naissance du capitalisme, et les sociétés par actions se sont multipliées alors même que l'on ne savait pas encore très bien comment leurs profits seraient distribués, et même calculés. Retracer l'histoire des formes juridiques de ces sociétés permet en effet de constater qu'elles n'ont pas été inventées pour gérer la nouveauté que constitueraient des investissements capitalistes plus importants : ce sont des formes anciennes qui ont été réinvesties pour cela.

Historiens et sociologues insistent en effet à la fois sur l'ancienneté de ces formes juridiques et sur les multiples usages, ni chandleriens ni friedmaniens, dont elles ont longtemps fait l'objet. Ainsi, dans le cadre de leur recherche plus générale sur Florence comme laboratoire d'innovations politiques et économiques aux XIV<sup>e</sup> et XV<sup>e</sup> siècles, J. F. Padgett et P. D. McLean (2006) ont insisté sur la précocité des formes juridiques permettant de séparer la propriété des capitaux de la direction des affaires et de restreindre la responsabilité des propriétaires aux sommes engagées, tout en soulignant ce que l'adoption de ces formes pour le commerce international devait aux circonstances politiques très particulières consécutives à la révolte des Ciompi. Si ce système partenarial florentin peut être replacé dans la généalogie de la société anonyme, celle-ci n'est pas pour autant le produit d'une évolution linéaire qui différencierait de plus en plus les rôles ou protégerait de plus en plus les intérêts des actionnaires. Elle n'est pas, comme chez A. Chandler, le simple habillage juridique d'une nécessité technique. Au contraire, de nombreux auteurs issus d'horizons intellectuels très divers ont insisté depuis la fin des années 1990 sur le poids de l'État et des conflits politiques dans l'histoire de la société anonyme, ainsi que sur la diversité persistante des arrangements juridiques entre actionnaires et dirigeants dans la plupart des pays développés.

Bien avant que leurs travaux soient découverts par les historiens de l'économie, ce sont des historiens du droit états-uniens qui ont été les premiers à réviser, et notamment à politiser, l'histoire de la société anonyme, dès les années 1970 (pour une présentation synthétique, voir Novak, 2009). Ils ont souligné que la *corporation*, jusqu'aux premières décennies du XIX<sup>e</sup> siècle, était une forme juridique appliquée indifféremment à certaines entreprises aussi bien qu'aux municipalités, Églises ou universités. Comme telle, elle était surtout utilisée pour conférer un monopole, souvent régional, à ces entreprises, en échange de diverses obligations de service public, notamment de restrictions sur leurs profits. La plupart des chartes instaurant ces *corporations* ne prévoyaient même pas la responsabilité limitée pour leurs dirigeants.

Ces entreprises, qui étaient ainsi définies comme de véritables entités politiques, étaient plutôt financières ou de transport qu'industrielles. L'historienne de l'économie Naomi Lamoreaux (1994) a ajouté à ce tableau le fait que ces sociétés n'étaient guère anonymes. Alors que Weber voyait dans leur développement l'un des symptômes de la dépersonnalisation qui accompagne la rationalisation des relations économiques, N. Lamoreaux montre que les actions étaient en général en petit nombre, donc de très forts montants, rarement revendues, et leurs propriétaires concentrés dans des milieux sociaux et géographiques très homogènes. Jean Rochat (2014) a montré qu'il en allait pour l'essentiel de même en France jusqu'aux années 1860, même si la forme « société anonyme » ne s'y appliquait qu'à des entreprises : celles-ci étaient souvent considérées comme quasi publiques (leur statut fonctionnait comme un signal, en faisant une classe à part d'entreprises, considérées comme moins risquées et plus légitimes) et leurs actionnaires étaient peu nombreux et puisés dans des cercles étroits. Les sociétés anonymes étaient donc moins l'outil d'une dépersonnalisation du capitalisme qu'un moyen juridique supplémentaire pour renforcer en les formalisant des liens amicaux ou familiaux.

Lorsque, à partir du milieu ou de la fin du XIX<sup>e</sup> siècle, les premières grandes entreprises intégrées adoptent cette forme juridique, c'est donc pour en faire quelque chose de nouveau : mobiliser des actionnaires plus nombreux, revendre plus fréquemment leurs actions, assumer l'objectif de leur servir des dividendes, plutôt que de rendre des services publics. Ce changement est permis par la simplification de l'obtention du statut de société anonyme, qui passe par une simple déclaration et n'impose plus l'autorisation de l'administration ou du Parlement. Aux États-Unis, cette mutation est séquentielle : des États pionniers la mettent en place avant qu'elle ne se diffuse à l'ensemble de la fédération, comme l'a montré, en sociologue, William Roy (1997). Il a notamment souligné tout ce que ce choix devait au départ au mouvement populiste, qui critique durement les monopoles et la collusion entre dirigeants politiques et capitalistes. La *corporation* est ainsi critiquée en tant qu'elle est une entreprise privilégiée, au nom des services publics qu'elle est supposée assumer. Cette critique aurait pu conduire à renforcer les contraintes auxquelles devaient se soumettre les *corporations*, afin de s'assurer que les services qui fondaient leurs privilèges soient effectivement rendus. C'est l'option inverse (éliminer à la fois les privilèges et les contraintes) qui a été retenue, en raison notamment de la pression des banques et de la concurrence juridique entre États fédérés.

C'est donc à la suite d'évolutions politiques plus qu'économiques que la société anonyme se trouve être, vers 1900, la forme juridique hégémonique pour les grandes (voire moyennes) entreprises états-uniennes. Ces évolutions sont toutefois spécifiques : ailleurs, notamment en France et en Allemagne, d'autres formes ont longtemps concurrencé la société anonyme, voire la concurrencent encore, et il ne s'agit en rien d'un symptôme d'archaïsme, comme l'ont montré des économistes historiens néo-institutionnalistes (Guinnane *et al.*, 2007, 2008). Ils soulignent que les nombreux conflits inhérents à l'existence de plusieurs propriétaires ne peuvent pas être résolus de manière optimale par une seule et même forme juridique, surtout si elle est rigide. Ils insistent en particulier sur la large adoption de la société à responsabilité limitée, inventée en Europe entre 1890 et 1930 (la GmbH allemande voit le jour en 1892, la PLLC britannique en 1908, la SARL française en 1925). Cette forme, qui implique une responsabilité limitée des investisseurs, ne permet pas de faire appel à l'épargne publique mais bénéficie en contrepartie de faibles charges d'administration et d'obligations d'information réduites. Selon eux, le succès européen des sociétés à responsabilité limitée tient au fait qu'elles offrent un spectre très large de formes de

gouvernance, que la société anonyme tend au contraire à réduire ; en particulier, ces formes peuvent mieux protéger les actionnaires contre un détournement de leurs profits par les managers.

Actionnaires et dirigeants sont sans nul doute intéressés par la variété des formes juridiques qui permettent de limiter la prise de risque des investisseurs, ou encore de faire survivre l'entreprise à ses fondateurs. Mais ces enjeux n'appellent aucune solution unique qui s'imposerait fonctionnellement aux acteurs, pour peu qu'ils soient de bonne volonté, qu'un État gourmand de son pouvoir n'en prévienne pas l'adoption ou qu'un atavisme archaïque n'en freine pas la diffusion, comme on l'avait longtemps écrit. Les solutions finalement adoptées l'ont été à la suite de conflits et de débats, souvent différents entre pays ; nous avons d'abord évoqué le rôle en la matière des mouvements sociaux et des États, mais c'est bien évidemment aussi au sein des entreprises, avec les alliés extérieurs, que ces conflits et débats ont eu lieu.

### ***Actionnaires et managers***

L'invention des supports juridiques du développement de la grande entreprise intégrée, puis de ce type d'entreprise lui-même, s'est donc faite progressivement, au fil de débats dans lesquels l'État a joué un rôle déterminant. Elle a défini la scène et une partie des règles du jeu pour un conflit central du *xx<sup>e</sup>* siècle, à côté de celui qui oppose capital et travail : celui qui voit le manager professionnel (typiquement, le PDG) faire face à l'actionnaire. Avant de nous pencher plus en détail sur les études de ses déclinaisons contemporaines, nous devons présenter rapidement son émergence – où l'on verra, là encore, que la scène de l'entreprise n'est jamais close.

Le conflit actionnaire vs. manager, tel qu'il a été pour la première fois mis en évidence par A. Berle et G. C. Means (1932, un juriste et un économiste dont le livre connaît immédiatement un grand succès et engendre de nombreux débats, tant ses thèses sont alors originales – sur ces débats, voir O'Sullivan, 2000) a pour enjeu une question simple : qui dirige l'entreprise, et avec quel(s) objectif(s) ? Actionnaires et managers ne sont alliés qu'en apparence, affirment A. Berle et G. C. Means, bien avant les théoriciens de l'agence (Jensen et Meckling, 1976). Les premiers souhaitent que l'entreprise soit la plus rentable possible, alors que les seconds peuvent décider, par exemple, d'augmenter leur prestige et leur pouvoir en accroissant la taille de l'entreprise qu'ils gèrent, même s'il faut pour cela en rabattre sur la rentabilité du capital. Deux logiques, autrement dit, s'affrontent, et il faut comprendre qui prend le dessus, et pour quelles raisons : celle qui veut que le propriétaire du capital de l'entreprise soit aussi celui qui la dirige, et celle qui pose que lorsque les actionnaires deviennent trop nombreux et les enjeux trop complexes, un corps de managers professionnels se développe, qui assureront la bonne marche de ces nouvelles bureaucraties privées.

Les propositions chandleriennes en la matière, qui prennent résolument, on l'a vu, le parti des managers, ouvrent sur une série d'interrogations portant sur le transfert de pouvoir entre leurs mains : a-t-il eu lieu et si oui, quand, comment, avec l'engagement de quels acteurs et dans quels rapports de pouvoir ? À ces questions, les réponses varient profondément d'un pays à l'autre ; elles ont été plus souvent fournies par des juristes, gestionnaires ou économistes que par des sociologues ou historiens, qui gagneraient certainement à les compléter ou à les réviser, en particulier s'agissant des pays européens.



Aux États-Unis, toutes les études empiriques montrent que la passation de pouvoir des actionnaires aux managers a bien eu lieu, mais qu'elle fut plus tardive et, surtout, beaucoup plus conflictuelle que ce que décrivait A. Chandler. Pour lui, la dilution de la propriété était au principe du développement des très grandes entreprises états-uniennes dès la fin du XIX<sup>e</sup> siècle. En réalité, cette dilution n'a été pleinement réalisée qu'à la fin des années 1920 (Lamoreaux, 1985) ; la croissance des entreprises reposait jusque-là sur l'autofinancement, aux États-Unis tout autant qu'en Europe. La dilution de la propriété et le transfert de pouvoir qu'elle entraîne n'est donc pas, là encore, le résultat fonctionnel immédiat de la croissance des entreprises, mais plutôt une conséquence indirecte, fruit de rapports de forces. Si l'on suit l'argument avancé par M. O'Sullivan (2000), historienne venue des *business studies* qui a également travaillé sur le cas allemand, il faut y voir le résultat de l'affrontement entre deux groupes, les managers et les actionnaires – les premiers s'imposant aux seconds. Les lois *anti-trust* de la fin du XIX<sup>e</sup> siècle provoquent une spectaculaire vague de fusions qui contribue à construire des entreprises gigantesques, mais l'immense majorité de leurs actions demeurent entre les mains d'un petit nombre d'investisseurs, qui interviennent très fortement dans la marche des entreprises qu'ils possèdent. Pour contrer cette ingérence des actionnaires, les managers entreprennent de diluer le poids de leur participation en manipulant les émissions d'actions et les droits de vote qui leur sont attachés. Les actionnaires ne restent pas inertes, et obtiennent du juge et du législateur des décisions en leur faveur, mais qui ne peuvent qu'entériner la dilution du capital opérée.

C'est aussi en raison de décisions politiques et judiciaires que la victoire des managers n'est pas réellement menacée avant les années 1980 : comme l'a montré le juriste (et farouche défenseur des actionnaires), M. J. Roe (1994), un ensemble de lois dont l'enjeu est souvent très éloigné de la gestion des conflits à la tête des entreprises – à nouveau, des lois d'inspiration populiste – consolide en effet durablement la position des managers. L'enjeu de ces lois très spécifiquement états-uniennes était, pour l'essentiel, de limiter le contrôle des institutions financières – banques, assurances, fonds d'investissement – sur les autres entreprises. Elles limitaient par exemple le nombre d'actions d'une même entreprise que pouvait posséder une compagnie d'assurance, elles installaient un régime fiscal très défavorable aux placements financiers, elles protégeaient très fortement les petits actionnaires contre les OPA. L'équilibre des pouvoirs découlant de ces règles du jeu était longtemps tel que l'investisseur mécontent de la marche d'une entreprise avait tout intérêt à revendre ses actions et à investir ailleurs : la probabilité de voir émerger un actionnaire suffisamment puissant, investi dans la marche de l'entreprise et désireux de contredire son management était faible ou nulle.

Cette trajectoire états-unienne, qui confère un grand pouvoir aux managers à partir de la fin des années 1920, diffère profondément de celle des entreprises européennes. Gardons-nous, une nouvelle fois, de voir là le symptôme d'un retard : les plus grandes entreprises états-uniennes avaient ainsi, encore en 1913, une capitalisation boursière plus modeste que bien des entreprises britanniques, allemandes ou japonaises (Rajan et Zingales, 2003). Le pouvoir qu'ont durablement conservé en Europe les actionnaires – qui, dans le cas britannique ou français, étaient souvent des familles – se perpétue dans un rapport de forces, comme l'ont montré B. R. Cheffins (2004) à propos de la Grande-Bretagne ou C. Fohlin (2005) pour le cas allemand (sur ces questions, voir également Roe, 2003). B. R. Cheffins souligne ainsi les ressemblances entre les grandes entreprises britanniques de la fin du XIX<sup>e</sup> siècle, familiales et en rude concurrence, et celles des États-Unis. Si la distribution du pouvoir à la tête des

entreprises britanniques diffère radicalement, quelques décennies après, c'est avant tout, selon lui, parce que le législateur britannique tolère les ententes sur les prix jusqu'en 1956. Dès lors, plutôt que de tenter de racheter leurs concurrents, les entreprises cherchent à s'entendre avec eux. Ce n'est qu'après 1956 que s'amorce une vague de fusions, à la suite de laquelle les vieilles familles industrielles doivent céder leurs titres à des investisseurs institutionnels. Cette dispersion du capital s'accompagne, comme aux États-Unis mais beaucoup plus tardivement et en suivant un chemin très différent, de la prise de pouvoir (temporaire) des managers : après quelques décennies, la reconcentration du capital aux mains des investisseurs institutionnels entraîne en effet une nouvelle modification des rapports de force et du partage de la valeur qui en découle.

## **Des entreprises sous tutelle de leurs actionnaires ? La valeur actionnariale**

À la lecture des travaux historiques et sociologiques (et parfois d'économistes, gestionnaires ou juristes) des trente dernières années, les constituants élémentaires de ce que l'on nomme parfois la grande entreprise fordiste apparaissent comme autant de points d'équilibre, précaires et provisoires, dans des conflits dont l'actionnaire est simultanément un acteur et un enjeu : il en va ainsi de l'invention des marchés internes du travail ou de la comptabilité du profit comme de la séparation de la propriété et de la direction. Ces dispositifs reposent en grande partie sur des rapports de force : que les seconds se déplacent, et les premiers ont de fortes chances d'être remis en cause. En nous appuyant avant tout sur la littérature (cette fois très largement cumulative, au moins pour les États-Unis, et construite comme telle) de sociologie économique et de théorie des organisations, nous consacrerons notre seconde partie à ce qui nous semble être la principale remise en cause, dans les dernières décennies, des équilibres que nous venons de décrire : le tournant vers la valeur actionnariale, que nous présenterons pour commencer, et ses conséquences sur les managers et sur l'organisation de l'entreprise, que nous évoquerons ensuite.

### ***La valeur actionnariale et ses causes***

Lorsque l'on parle de financiarisation des entreprises, on désigne le mouvement général par lequel elles seraient de plus en plus soumises à des acteurs financiers et aux logiques qu'ils portent et imposent (Van der Zwan, 2014). Plus précisément, on renvoie souvent ce mouvement à l'imposition de ce que N. Fligstein (1990) appelle une nouvelle « conception de contrôle » : une manière particulière de fixer des objectifs à l'entreprise, d'une part, et d'organiser l'entreprise pour les atteindre, d'autre part. Le principal symptôme de l'adoption de la conception financière de contrôle est la recherche d'un objectif en théorie exclusif de tout autre : la création de valeur pour l'actionnaire.

Aux États-Unis, cette réorientation stratégique est très nette et bien documentée (voir, entre autres, Davis, 2009 ; Fligstein, 2001 ; Fligstein et Shin, 2008 ; Lazonick, 2010). Les années 1960 avaient été considérées comme fastes pour les investissements mobiliers : la rentabilité d'un investissement en actions, après cumul des distributions de dividendes et des plus-values sur la valeur des titres, était alors de 6,63 % par an.

Or, dans les années 1980, ce rendement s'élève à 11,67 %, et dans les années 1990 à 15,54 % (Lazonick, 2010). Cet accroissement n'est pas le résultat d'une appréciation de la productivité de l'entreprise, mais d'un partage de la valeur créée qui se fait désormais au profit des actionnaires. Les années 2000, encadrées par deux crises financières, en apportent la preuve : lorsque la situation financière des entreprises se tend, la part du résultat net consacrée aux dividendes ou aux rachats d'actions (qui permettent de soutenir les cours, donc de favoriser la réalisation de plus-values sur la valeur des titres) est multipliée par cinq. En d'autres termes, même et surtout en situation de crise, des efforts considérables sont consentis pour la défense des intérêts des actionnaires.

Financiarisation des entreprises et tournant vers la valeur actionnariale ont donc, aux États-Unis, une importance considérable. Les causes de ces évolutions, multiples et interdépendantes, relèvent de deux grandes catégories. La première renvoie aux transformations de la législation à partir du premier mandat de Ronald Reagan, qui relâche très fortement les contraintes anti-OPA imposées à la fin des années 1960, modifie très sensiblement la fiscalité des produits du capital, abandonne les dispositions *antitrust* qui rendaient impossible la construction de très grands groupes spécialisés sur un seul marché, et, enfin, réforme la gestion des retraites des salariés états-uniens. La seconde catégorie de causes renvoie moins, comme la précédente, à une modification de la structure des opportunités s'offrant aux acteurs qu'à une modification de la nature des actionnaires. Entre la fin de la Seconde Guerre mondiale et le début des années 1990, la propriété du capital des entreprises s'est en effet profondément modifiée. En 1965, 84 % du capital des entreprises états-uniennes cotées étaient aux mains des particuliers, contre 16 % aux investisseurs institutionnels. Au début des années 1990, en revanche, les fonds d'investissement concentrent 46 % de la propriété de ces entreprises (Useem, 1996). L'argent dont disposent ces fonds continue de provenir, massivement, des salariés états-uniens, mais ils ne sont plus directement propriétaires du capital des entreprises : ils confient ces sommes à des fonds, qui, eux, possèdent les actions. La propriété est donc moins dispersée, les actionnaires plus puissants, mieux informés et plus compétents – plus à même, en un mot, de s'assurer que les entreprises fonctionnent à leur profit. Il n'est guère surprenant, dans ces conditions, que le partage de la valeur ajoutée leur devienne plus favorable. L'adoption de la valeur actionnariale, aux États-Unis, n'a cependant rien de mécanique : les mesures favorables aux actionnaires, comme les plans de rachat d'actions, ne s'imposent que progressivement, au fil d'un processus de négociation relativement lent et souvent conflictuel entre les actionnaires et les managers, souvent très réticents.

L'avènement de la valeur actionnariale et ses causes font ainsi l'objet d'analyses convergentes et documentées dans le cas états-unien. Ces analyses apparaissent très liées au cadre institutionnel de ce pays : les très profondes transformations législatives du début des années 1980, les mutations de la propriété du capital des entreprises en lien avec l'organisation de la protection sociale n'ont *a priori* aucune raison de jouer ailleurs. L'adoption européenne de la valeur actionnariale doit donc faire l'objet d'une investigation à part entière. Deux thèses, inégalement étayées empiriquement, se font face à ce sujet. Selon la première, la sphère d'influence des fonds d'investissement états-uniens déborde de leurs frontières d'origine : ils ont pris possession des entreprises de la vieille Europe et leur imposent désormais leurs logiques (Goyer, 2006 ; Lantenois et Coriat, 2011, sur la France et l'Allemagne). On observerait alors une *importation* de la valeur actionnariale. Selon la seconde, les capitalismes européens ont résisté à cette importation : la structure de la propriété des grandes entreprises

cotées n'a pas été entièrement refondue (Becht et Röell, 1999), pas plus que le mode de recrutement des élites économiques (Comet et Finez, 2010) ou les règles du droit du travail. L'adoption de la valeur actionnariale peut, par conséquent, être plus tempérée dans certains pays que dans d'autres, et passe davantage par une *conversion* des acteurs nationaux que par une imposition, de l'extérieur, de nouvelles normes.

Si plus de recherches sont nécessaires pour trancher, N. Van der Zwan (2014) souligne que les travaux sur la valeur actionnariale accordent de plus en plus d'importance à l'hétérogénéité institutionnelle des économies politiques nationales, penchant donc vers la seconde hypothèse. Dans l'une des études les plus fouillées, P. C. Fiss et E. J. Zajac (2004) montrent ainsi que l'Allemagne, dont l'organisation du système de financement repose avant tout sur les banques, adopte partiellement le modèle de la valeur actionnariale, mais avec une intensité et en suivant des chaînes causales qui n'ont que peu à voir avec le cas états-unien. La rhétorique de la valeur actionnariale a en effet été adoptée beaucoup plus tôt que les pratiques qui l'incarnent, et ces pratiques l'ont été de manière très contrastée selon la composition de l'actionnariat des entreprises. Ce ne sont pas celles dont le capital est en partie possédé par des investisseurs institutionnels états-unien qui ont été pionnières, puisque sa propriété reste concentrée pour l'essentiel dans les mains de banques allemandes, de l'État fédéral ou des *Länder*, comme trente ans plus tôt. Ce qui fait la différence, c'est que certains de ces actionnaires anciens ont eux-mêmes endossé les principes de la valeur actionnariale en y voyant une manière d'augmenter leur profit. Ainsi, c'est la conversion des trois principales banques allemandes (Deutsche Bank, Dresdner Bank et Commerzbank) à la valeur actionnariale qui porte les entreprises dont elles sont actionnaires à transformer leur mode de gestion. Le cas français, étudié par P. François et C. Lemerrier (à paraître), présente lui aussi une logique de conversion, plutôt que d'importation : si l'on rencontre des symptômes très nets d'adoption de la valeur actionnariale (la part des dividendes dans le résultat net est multipliée par plus de six entre la fin des années 1980 et la fin des années 2000), l'actionnariat des plus grandes entreprises françaises cotées reste dominé par des entreprises financières françaises, tandis que les élites économiques (financières ou non) qui y jouent un rôle déterminant conservent les propriétés sociales qui sont les leurs depuis au moins un demi-siècle.

Le rapprochement des États-Unis et de quelques pays européens montre donc que, si dans des contextes institutionnels extrêmement différents, l'actionnaire et sa rémunération sont désormais au cœur des objectifs des grandes entreprises, l'adoption de la valeur actionnariale varie, dans son ampleur, ses modalités et ses causes. Le même constat apparaît si l'on s'intéresse aux conséquences de cette adoption, pour les dirigeants des entreprises d'abord, pour l'organisation de l'entreprise et la place en son sein des salariés, ensuite.

### ***Les dirigeants contre les actionnaires ?***

De prime abord, ce retour en force de l'actionnaire implique la défaite sans nuance du manager. C'est ce que montrent certains travaux précoces, par exemple ceux de H. Rao et K. Sivakumar (1999) pour les États-Unis : les dirigeants des entreprises consacrent d'importants moyens au développement de la communication financière à l'endroit des actionnaires dès lors qu'ils sont soumis à la pression de fonds d'investissements « activistes », *i.e.* particulièrement intrusifs dans la gestion des entreprises qu'ils possèdent. Pour autant, et au-delà de la communication, les managers sont-ils effectivement soumis à leurs actionnaires, et de ce fait empêchés de définir des

stratégies différentes de celles qui maximisent le profit de ces derniers ? La réponse que proposent les travaux plus récents de la sociologie néo-institutionnaliste est plus nuancée : certains incitent en effet à penser que bon nombre de managers actuels partagent de toute façon la conception financière de l'entreprise qui fonde la valeur actionnariale, tandis que d'autres montrent que les dirigeants conservent des marges d'autonomie (Tolbert et Hiatt, 2009) – y compris pour décider, tout simplement, de se rémunérer le mieux possible.

Une première série de travaux soulignent ainsi que si la valeur actionnariale s'impose, du moins aux États-Unis, c'est aussi en raison du changement de parcours professionnel des PDG, qui implique que certains ont pu être des propagandistes de cette nouvelle conception, plutôt que s'y trouver confrontés à leur corps défendant. Confirmant les chiffres plus anciens de N. Fligstein (1990), D. M. Zorn (2004) montre que l'adoption de la valeur actionnariale s'accompagne d'un renouvellement sensible des modalités de recrutement des dirigeants des plus grandes entreprises. Dans les carrières des PDG, le passage par les fonctions de direction financière joue désormais un rôle décisif, alors qu'il s'agissait, avant les années 1980, plutôt de fonctions de production ou commerciales : on peut supposer que ces fonctions font acquérir les principes d'une gestion financiarisée, et notamment au bénéfice des actionnaires. Pour la France, P. François et C. Lemerrier (à paraître) font un constat un peu différent, dans la mesure où le passage par des fonctions de direction financière (ou d'auditeur interne, etc.) ne constitue presque jamais une part importante de la carrière des PDG ; elles sont souvent tenues avant ou après des fonctions de production ou commerciales. En revanche, les passages par ces fonctions sont fréquents parmi les PDG et multi-administrateurs des plus grandes entreprises de 2009, alors qu'ils étaient exceptionnels en 1979. Comme, par ailleurs, les carrières ont remarquablement peu changé, on peut voir là la diffusion vers le sommet des entreprises de nouvelles manières de faire consonantes avec les intérêts des actionnaires.

D'autres travaux soulignent que l'intérêt porté aux actionnaires n'est de toute façon pas exclusif de celui, personnel, du PDG – même s'il peut le priver de la tentation de faire grandir ou durer son entreprise plus que les profits le nécessitent. Les travaux consacrés à l'accroissement de la rémunération des PDG, depuis le début des années 1980, sont nombreux à souligner que, selon les principes de la théorie de l'agence (Murphy, 1999, 2013) ces rémunérations reposent de plus en plus sur des dispositifs (notamment les stock-options), supposés intéresser les PDG à une hausse du prix des actions de leurs sociétés (DiPrete *et al.*, 2010 ; Englander et Kaufman, 2004 ; Bebchuk et Grinstein, 2005). Cette stratégie d'intéressement au cours de l'action peut d'ailleurs être déclinée plus bas dans les organigrammes. Ainsi, Enron fut longtemps montrée en exemple pour avoir mis en place un modèle décentralisé et financiarisé qui encourageait ses managers, quel que soit leur niveau, à prendre des initiatives afin d'accroître les profits de leur activité (Froud *et al.*, 2004). Dans un contexte de libéralisation du secteur énergétique, cette politique salariale d'Enron a poussé nombre de ses cadres à manipuler les marchés de l'électricité et du gaz, avant – lorsqu'ils constatèrent l'effondrement de la profitabilité de leurs activités – de contourner les règles comptables afin de maintenir artificiellement un haut niveau de profits. Il s'agit donc aussi d'un cas limite, qui a constitué un contre-modèle pour d'autres entreprises industrielles : celles-ci hésitent à généraliser de telles incitations, ou les accompagnent de contrôles, pour éviter le développement de pratiques spéculatives (Reverdy, 2011).

Si l'on revient aux PDG et que l'on ne se limite pas à la mesure agrégée d'un accroissement de leurs rémunérations au moment de l'adoption de la valeur

actionnariale, on peut se demander s'ils ont vraiment perdu en autonomie ce qu'ils ont gagné en rémunération. Dans le cas des États-Unis, F. Dobbin et J. Jung (2010) soulignent ainsi que, parmi les mille et un dispositifs censés promouvoir la création de valeur pour l'actionnaire, les managers s'attachent à faire le tri entre ce qui sert (les stock-options) et ce qui les contraint (des conseils d'administration trop indépendants par exemple). Et, parallèlement à l'adoption de dispositifs propres à la valeur actionnariale, on a vu naître de nouveaux dispositifs anti-OPA, comme les « pilules empoisonnées » : après avoir échoué à obtenir une législation en la matière, malgré le dépôt de dizaines de projets de loi dans les années 1980, les PDG ont choisi d'agir depuis leurs entreprises même (Davis, 1991). Les travaux de théorie des organisations sont nombreux, enfin, à montrer que la rémunération des PDG états-uniens dépend en grande partie des marges de manœuvre qu'ils parviennent à se ménager, par exemple en recrutant, au sein des conseils, des individus qui leur ressemblent (Westphal et Zajac, 1997 ; Hallock, 1997) ou en restant longtemps en poste (Wade *et al.*, 1990 ; Ocasio, 1994 ; Westphal et Zajac, 1994). Dans le cas français, P. François et C. Lemerrier (à paraître) montrent que les hauts niveaux de rémunération versées aux PDG et la part, en leur sein, des stock-options pourraient plutôt être un symptôme de leur autonomie : ils apparaissent en effet d'autant plus élevés que les actionnaires qui font face aux dirigeants sont faibles, *i.e.* qu'ils maîtrisent une part réduite du capital de l'entreprise.

### ***La finance au cœur des entreprises***

Il serait donc exagéré de faire du triomphe des actionnaires une défaite des PDG, même s'il est vrai que ces derniers sont moins libres d'adopter une stratégie dommageable pour la rémunération des actionnaires. Mais qu'en est-il des conséquences de l'adoption de la valeur actionnariale pour l'ensemble de l'entreprise et de ses salariés ? Répondre à cette question décisive reste très difficile : comment, en effet, tracer une frontière entre la dynamique de financiarisation et les pratiques managériales, bien plus anciennes, qui visent à rationaliser l'allocation des ressources et les choix stratégiques et organisationnels ? Le déplacement apporté par la valeur actionnariale se joue sur le plan de la destination des gains, non de l'effort de rationalisation en soi. Que l'on s'intéresse au périmètre de l'entreprise ou à la place des salariés en son sein, on va voir ainsi que les dynamiques souvent imputées à la financiarisation sont aussi liées à d'autres chaînes causales, qu'elles viennent relayer ou contredire.

### ***Le périmètre des entreprises***

L'emprise croissante des actionnaires sur la stratégie des entreprises se traduit par une recomposition très sensible de leur périmètre et de leur organisation. Aux États-Unis, la vague d'OPA et de fusions-acquisitions des années 1980 contribue au reflux des conglomerats diversifiés qui s'étaient imposés comme la forme dominante d'organisation à partir des années 1950 (Fligstein, 1990). Le démantèlement des conglomerats est par ailleurs relayé (pour des raisons qui ne sont pas exclusivement financières) par le découpage vertical et horizontal des entreprises, qui débouche sur de nouvelles formes d'organisation modulaires. Celles-ci permettent de réduire les coûts et de surveiller étroitement la rentabilité de toutes les *business units* composant désormais l'entreprise.

En s'attachant à replacer l'adoption de la valeur actionnariale dans la succession des conceptions de contrôle des grandes entreprises états-uniennes, N. Fligstein

souligne un glissement important au sein même de la conception de contrôle financière, dominante aux États-Unis depuis les années 1970. L'idée d'optimiser la rentabilité de l'entreprise est d'abord compatible avec le maintien, voire l'expansion, de conglomérats (une forme en partie héritée de la conception antérieure, définie comme commerciale par N. Fligstein). Au contraire, à partir du milieu des années 1980, elle légitime un recentrage sur la « compétence centrale » de chaque entreprise. Comment comprendre cette contradiction ? L'une et l'autre version ont des justifications en finance. Dans le cas du conglomérat, il s'agit d'optimiser la rentabilité du groupe sous contrainte d'une minimisation des risques, sur la base de la théorie du portefeuille de Harry Markowitz, qui prône la diversification (ici, la compensation des pertes d'une branche par les gains d'une autre). Dans les années 1970, c'est bien cette organisation conglomérale qui prévaut aux États-Unis : seul un quart des plus grandes entreprises cotées n'intervient que dans un seul grand secteur. Au contraire, G. F. Davis *et al.* (1994) montrent que, selon la granularité sectorielle que l'on adopte, la diversification des plus grandes entreprises cotées se réduit du tiers ou de la moitié au cours des années 1980. Ce recentrage résulte d'une vague d'OPA sur les firmes les plus diversifiées, ensuite spécialisées par leurs acheteurs, et d'une spécialisation préventive de celles qui craignent de faire l'objet du même traitement. Cette réduction radicale du périmètre repose sur un changement des convictions de certains acteurs déterminants du jeu, et notamment des analystes financiers (Zuckerman, 2000) : ceux-ci insistent désormais sur les coûts de coordination des conglomérats et sur la difficulté de les évaluer. La diversification du portefeuille, en réalité, est toujours à l'ordre du jour, mais son objet et son sujet ont changé : dans la conception conglomérale, l'entreprise était un portefeuille (d'activités) dont le dirigeant gérait la diversité ; avec la valeur actionnariale, elle devient un élément d'un portefeuille (d'actions) que constitue l'actionnaire.

La valeur actionnariale n'est toutefois pas seule en cause dans la disparition des vastes conglomérats mis en place depuis les années 1950. Elle a rencontré et accru les effets d'autres dynamiques, tout aussi profondes. Dès les années 1980, M. J. Piore et C. Sabel (1989) insistaient sur les transformations de la demande et les changements dans la production qu'elles engendreraient (Midler, 1993 ; Saxenian, 1994). Selon eux, ce serait la désaffection à l'égard des bien standardisés qui expliquerait le passage à des « entreprises en réseau », moins intégrées (en particulier verticalement), mais inscrites dans des configurations mouvantes de sous-traitance. Plus d'un quart de siècle après leur description, le mouvement de désintégration verticale s'est, selon S. Berger (2006), radicalisé avec la mise en place d'organisations « modulaires ». Dans ce type d'organisation, l'entreprise pivot décompose son activité en unités élémentaires qu'elle recompose *ad libitum*, en décidant, selon les occasions qui s'offrent à elle, de les intégrer ou de s'en séparer, en redistribuant en particulier l'inscription géographique. Sont ainsi délégués à des filiales dont on peut se séparer, voire à des entreprises situées dans des pays à faible coût de main-d'œuvre, les activités d'assemblage, la comptabilité, le service à la clientèle, mais aussi la conception des produits ou le développement informatique (Delarre, 2005).

La modularisation des entreprises n'est sans doute pas indépendante des pressions exercées par des actionnaires toujours plus exigeants, qui y trouvent une stratégie efficace de spécialisation sur un segment précis de la chaîne de valeur, d'économie d'échelle, de réduction des coûts et d'optimisation fiscale, et donc d'appréciation de la rentabilité (Jacobides et Winter, 2005). Ainsi, selon la conception de contrôle actuellement dominante, la recherche de la profitabilité reposerait sur la séparation entre les activités du cœur de compétence (celles qui font la spécificité des produits

et sont associées à l'image de la marque) et celles, moins critiques, qui peuvent être facilement déléguées à des sous-traitants qui n'ont pas les mêmes contraintes salariales. Cette stratégie de spécialisation prend une forme extrême avec « l'entreprise sans usine », qui ne conserve que les activités d'ingénierie et délègue la fabrication – c'est le cas d'Apple, sous-traitant toute sa production à l'entreprise taïwanaise Foxconn (Froud *et al.*, 2014). Cette stratégie d'externalisation radicale est motivée à la fois par une logique de maximisation des profits (pour Apple, ceux qui sont associés à la marque, assise principalement sur des activités de développement logiciel, de conception et de *design*) et de transmission des contraintes aux sous-traitants (ici dans un pays à bas coût salarial). Apple capte des profits toujours croissants et laisse Foxconn faire face à la redéfinition des niveaux de rémunération en Chine qui réduit ses propres marges. La modularisation peut aussi correspondre à une stratégie de pilotage du risque financier. Par exemple, dans l'industrie pharmaceutique, les activités de recherche et développement ont été progressivement externalisées ; elles sont directement financées et contrôlées par des investisseurs. Gleadle *et al.* (2008) montrent que cette organisation est supposée offrir aux actionnaires une meilleure lisibilité des risques et des profits, et leur permet de s'approprier la plus-value lorsque les start-up sont vendues aux groupes pharmaceutiques.

La financiarisation se traduit donc par la mise en œuvre d'un découpage vertical, puis horizontal, des organisations, qui relaie le démantèlement des conglomerats. Les activités de l'entreprise sont distribuées en *business units* indépendantes, dont il devient possible de contrôler la rentabilité de manière beaucoup plus précise. Elles sont aussi et plus facilement cessibles sur le marché des fusions-acquisitions : ce ne sont plus des groupes qu'il est question d'y acquérir dans des opérations nécessairement rares, coûteuses et risquées, mais des fragments d'entreprises, qui peuvent s'acheter et se revendre fréquemment – multipliant les possibilités de plus-value. Si elles peuvent avoir d'autres causes (Berger, 2006), les logiques de désintégration des entreprises sont ainsi sans nul doute renforcées par l'adoption de principes financiers de gestion qui voient les entreprises pivots et leurs actionnaires maximiser leurs profits, transmettant l'essentiel des pressions économiques à leurs partenaires, d'abord, et, ultimement, à leurs salariés.

### *Les salariés face à la financiarisation*

L'adoption de la valeur actionnariale se traduit ainsi par une détérioration de la situation des salariés. Dans le cas états-unien, les constats, convergents, sont très sombres, même s'il faut les distinguer selon les niveaux de qualification. La réorganisation des activités et la focalisation sur la compétence centrale justifient des pertes d'emplois et des plans de licenciement (Lazonick et O'Sullivan, 2000), alors même que de nombreux travaux montrent qu'à moyen terme les licenciements n'augmentent pas significativement la rentabilité des entreprises (Fligstein et Shin, 2008 ; Capelli, 2000). Ceux qui conservent leur emploi sont soumis à l'intensification du travail et engagés dans une dualisation accentuée des marchés du travail. Alors que les salariés considérés comme les plus qualifiés (les PDG comme nous venons de le voir, mais aussi les cadres dont les compétences sont les plus rares) retirent plus de rétributions matérielles ou symboliques de leur activité, les moins qualifiés travaillent pour des salaires plus faibles et une protection sociale réduite, tandis que se dilue le contre-pouvoir syndical (Fligstein et Shin, 2008 ; Lin et Tomaskevic-Devey, 2013).

Dans les pays européens, les conséquences négatives de la valeur actionnariale sont souvent davantage tempérées – même si, là aussi, elles rencontrent, pour les



renforcer, les dynamiques plus profondes de transformation du salariat (Supiot, 1999). Si les conséquences de la financiarisation sont moins systématiquement abruptes en Europe qu'aux États-Unis, c'est notamment du fait de la force des contre-pouvoirs. En Allemagne, en particulier, les contre-pouvoirs syndicaux sont parfois suffisamment forts pour contenir les logiques de la financiarisation (Jackson *et al.*, 2005 ; Kädtler, 2009), comme le montre par exemple la comparaison des trajectoires des géants allemands de la chimie, Hoechst, Bayer et BASF (Kädtler et Sperling, 2003). Hoechst et Bayer ont toutes deux connu une large réorganisation de leur activité, tout en se mondialisant. Cette réorganisation profonde a considérablement affaibli le contre-pouvoir syndical, qui a peiné à se redéployer dans le nouveau périmètre. Dans le cas de Hoechst, les organisations syndicales, soutenues par des coalitions politiques locales, ont réussi à maintenir l'intégrité du centre de recherche et développement de Francfort, qui s'est adapté au redéploiement de l'entreprise. BASF n'a pas connu la même trajectoire : les activités industrielles et de recherche et développement sont historiquement regroupées sur un seul site, celui de Ludwigshafen. Le niveau de compétence des salariés est élevé dans les deux types d'activité, les organisations syndicales sont puissantes (75 % de syndicalisation) et elles ont réussi à démontrer que l'intégrité du site était la condition de sa performance. Particulièrement actives et mobilisées, elles ont neutralisé, par des actions collectives, les réformes trop favorables aux actionnaires.

Les travaux systématiques et comparatifs sur l'Europe sont à cette heure trop rares pour que l'on puisse replacer ces exemples allemands dans un espace européen sans aucun doute beaucoup plus hétérogène (pour une analyse d'exemples britanniques, voir Froud *et al.* 2000 et Deakin *et al.*, 2006). Les travaux de C. Perraudin *et al.* (2008) dessinent, dans le cas français et en s'appuyant sur des méthodes économétriques, une situation à certains égards plus proche des constats états-uniens. Ils montrent ainsi qu'en France les sociétés cotées (et ce quelle que soit l'identité de leur premier actionnaire) ont, en matière de gestion des ressources humaines, des pratiques polarisées. Une minorité de salariés voient leurs conditions d'emploi (en termes de salaires et d'accès à la formation) s'améliorer sensiblement, tandis que, pour les autres, le recours aux contrats temporaires est plus fréquent. Pour tous les salariés, plus généralement, les sociétés cotées flexibilisent le coût du travail, soit en recourant plus fréquemment à des contrats courts, soit en indexant la rémunération sur les résultats de l'entreprise. Cette flexibilité se traduit, enfin, par un recours accru à la sous-traitance, où les conditions d'emploi peuvent être plus dégradées que chez les donneurs d'ordre.

\*

\* \*

Au cœur du conflit qui oppose managers et actionnaires (elle en est à la fois le théâtre et l'enjeu), l'entreprise est bien aussi toujours le point de confluence du conflit qui oppose le capital et le travail, et l'un des espaces où se décident les compromis permettant de provisoirement le résoudre. Elle est toujours au cœur des dynamiques qui affectent le capitalisme, de la naissance de la grande firme intégrée et du salariat à la fin du XIX<sup>e</sup> siècle à celle du capitalisme financiarisé, un siècle plus tard. La sociologie du capitalisme passe nécessairement par une sociologie des entreprises qui l'incarne, le peuple et s'y affrontent. Cette sociologie des entreprises, on l'a vu, est très inégalement développée selon les pays qu'elle se donne pour objet ou les périodes qu'elle décide d'investir. Le cas états-unien est sans aucun doute le mieux

connu : nourrie de perspectives disciplinaires multiples – qui très souvent cependant s’ignorent –, la connaissance de la mise en place de l’écosystème, profondément instable et conflictuel, de l’entreprise fordiste et de ses avatars successifs y est plus systématique que ce dont on peut disposer pour l’Europe, et plus encore pour la France. Pour saisir les spécificités des capitalismes européens, le risque est grand, dès lors, de se rabattre sur des typologies dessinées à grands traits et dont les preuves empiriques ont pu être parfois discutées (Hall et Soskice, 2001). Pour saisir l’hétérogénéité des capitalismes et des tensions qui les traversent, l’enquête informée et systématique sur les entreprises et leurs transformations constitue une voie d’accès que les sociologues ne doivent pas cesser d’arpenter.

**Pierre FRANÇOIS**

CSO-CNRS  
Sciences Po  
19, rue Amélie – 75007 Paris

[pierre.francois@sciencespo.fr](mailto:pierre.francois@sciencespo.fr)

**Claire LEMERCIER**

CSO-CNRS  
Sciences Po  
19, rue Amélie – 75007 Paris

[claire.lemercier@sciencespo.fr](mailto:claire.lemercier@sciencespo.fr)

**Thomas REVERDY**

PACTE – Université de Grenoble  
Génie Industriel Grenoble-INP  
46, avenue Félix Viallet  
38031 Grenoble cedex 1

[thomas.reverdy@grenoble-inp.fr](mailto:thomas.reverdy@grenoble-inp.fr)

## **RÉFÉRENCES BIBLIOGRAPHIQUES**

- BEBCHUK L., GRINSTEIN Y., 2005, « The Growth of Executive Pay », *Oxford Review of Economic Policy*, 21, 2, p. 283-303.
- BECHT M., RÖELL A., 1999, « Blockholdings in Europe: An International Comparison », *European Economic Review*, 43, 4-6, p. 1049-1056.
- BERGER S., 2006, *Made in monde*, Paris, Le Seuil.
- BERLE A., MEANS G. C., 1932, *The Modern Corporation and Private Property*, New York (NY), Macmillan.
- BESSY C., DELPEUCH T., PÉLISSÉ J. (dir.), 2012, *Droit et régulation des activités économiques : perspectives sociologiques et institutionnalistes*, Paris, LGDJ.

- CAPELLI P., 2000, « Examining the Incidence of Downsizing and its Effects on Establishment Performance » dans D. NEUMARK (ed.), *On the Job*, New York (NY), Russell Sage Foundation.
- CARRUTHERS B., ESPELAND W., 1991, « Accounting for Rationality: Double-Entry Bookkeeping and the Rhetoric of Rationality », *American Journal of Sociology*, 97, 1, p. 31-69.
- CASSIS Y., 1997, *Big Business. The European Experience in the Twentieth Century*, Oxford, Oxford University Press.
- CASSIS Y., 2008, « Big Business » dans G. JONES, J. ZEITLIN (eds.), *The Oxford Handbook of Business History*, Oxford, Oxford University Press, p. 171-193.
- CASTEL R., 1999, *Les métamorphoses de la question sociale*, Paris, Gallimard.
- CHANDLER A. D., 1988, *La main visible des managers*, Paris, Économica.
- CHANDLER A. D., 1992, *Organisation et performance des entreprises*, Paris, Éditions d'organisation.
- CHEFFINS B. R., 2004, « Mergers and the Evolution of Patterns of Corporate Ownership and Control: The British Experience », *Business History*, 46, 2, p. 256-284.
- COMET C., FINEZ J., 2010, « Le cœur de l'élite patronale », *Sociologies pratiques*, 21, p. 49-66.
- DAUDIN G., 2010, « Domestic Trade and Market Size in Late 18th Century France », *Journal of Economic History*, 70, 3, p. 716-743.
- DAVIS G. F., 1991, « Agents without Principle? The Spread of the Poison Pill Through the Intercorporate Network », *Administrative Science Quarterly*, 36, 4, p. 583-613.
- DAVIS G. F., 2005, « Firms and Environments » dans N. J. SMELSER, R. SWEDBERG (eds.), *Handbook of Economic Sociology*, Princeton (NJ), Princeton University Press, New York (NY), Russell Sage Foundation, p. 478-502 [2<sup>e</sup> éd.].
- DAVIS G. F., 2009, *Managed by the Markets*, Oxford, Oxford University Press.
- DAVIS G. F., DIEKMANN K. A., TINSLEY C. H., 1994, « The Decline and Fall of the Conglomerate Firm in the 1980s': The Deinstitutionalization of an Organizational Form », *American Sociological Review*, 59, 4, p. 547-570.
- DAVIS G. F., SCOTT R. W., 2007, *Organizations and Organizing*, Englewood Cliffs (NJ), Prentice Hall.
- DEAKIN S., HOBBS R., KONZELMANN S. J., WILKINSON F., 2006, « Anglo-American Corporate Governance and the Employment Relationship: A Case to Answer? », *Socio-Economic Review*, 4, 1, p. 155-174.
- DEAKIN S., WILKINSON F., 2005, *The Law of the Labour Market: Industrialization, Employment and Legal Evolution*, Oxford, Oxford University Press.
- DELARRE S., 2005, « La reproduction des groupes d'entreprises comme entités socio-économiques stables », *Revue française de sociologie*, 46, 1, p. 115-150.
- DIPRETE T. A., EIRICH G., PITTINSKY M., 2010, « Compensation Benchmarking, Leapfrogs, and the Surge in Executive Pay », *American Journal of Sociology*, 115, 6, p. 1671-1712.
- DOBBIN F., 1994, *Forging Industrial Policy*, Cambridge, Cambridge University Press.
- DOBBIN F., JUNG J., 2010, « The Misapplication of Mr. Micheal Jensen: How Agency Theory Brought Down the Economy and Why it Might Again » dans P. HIRSCH, M. LOUNSBURY (eds.), *Markets on Trial. The Economic Sociology of the US Financial Crisis*, Bingley, Emerald Books (Research in the Sociology of Organizations, Vol. 30B,) p. 29-64.

- DOSI G., TEECE D., WINTER S., 1990, « Les frontières des entreprises. Vers une théorie de la cohérence de la grande entreprise », *Revue d'économie industrielle*, 51, 1, p. 238-254.
- ENGLANDER E., KAUFMAN A., 2004, « The End of Managerial Ideology. From Corporate Social Responsibility to Corporate Social Indifference », *Enterprise and Society*, 5, 3, p. 404-450.
- FISS P. C., ZAJAC E. J., 2004, « The Diffusion of Ideas over Contested Terrain: The (Non)Adoption of a Shareholder Value Among German Firms », *Administrative Science Quarterly*, 49, 4, p. 501-534.
- FLIGSTEIN N., 1990, *The Transformation of Corporate Control*, Cambridge (MA), Harvard University Press.
- FLIGSTEIN N., 2001, *The Architecture of Markets*, Princeton (NJ), Princeton University Press.
- FLIGSTEIN N., SHIN T.-J., 2008, « Valeur actionnariale et transformation des industries américaines (1984-2000) » dans F. LORDON (dir.), *Conflits et pouvoirs dans les institutions du capitalisme*, Paris, Presses de Sciences Po, p. 250-301.
- FOHLIN C., 2005, « The History of Corporate Ownership and Control in Germany » dans R. MORCK (ed.), *A History of Corporate Governance Around the World*, Chicago (IL), University of Chicago Press.
- FRANÇOIS P., LEMERCIER C., [à paraître], « Les convertis de la finance. Plasticité organisationnelle, stabilité élitare et valeur actionnariale en France, 1979-2009 », *Working paper du CSO*.
- FRIDENSON P., 2014, « L'histoire des entreprises : une nouvelle histoire ou la même histoire ? » dans B. SEGRESTIN, B. ROGER, S. VERNAC (dir.), *L'entreprise, point aveugle du savoir*, Paris, Éditions Sciences humaines, p. 65-81.
- FROUD J., HASLAM C., JOHAL S., WILLIAMS K., 2000, « Shareholder Value and Financialization: Consultancy Promises, Management Moves », *Economy and Society*, 29, 1, p. 80-110.
- FROUD J., JOHAL S., LEAVER A., WILLIAMS K., 2014, « Financialization Across the Pacific: Manufacturing Cost Ratios, Supply Chains and Power », *Critical Perspectives on Accounting*, 25, 1, p. 46-57.
- FROUD J., JOHAL S., PAPAIZIAN V., WILLIAMS K., 2004, « The Temptation of Houston: A Case Study of Financialisation », *Critical Perspectives on Accounting*, 15, 6, p. 885-909.
- GERVAIS P., 2007, *Les origines de la révolution industrielle aux États-Unis*, Paris, Éditions de l'EHESS.
- GERVAIS P., 2012, « Crédit et filières marchandes au XVIII<sup>e</sup> siècle », *Annales. Histoire, Sciences sociales*, 67, 4, p. 1011-1048.
- GLEADLE P., CORNELIUS N., 2008, « A Case Study of Financialization and EVA<sup>®</sup> », *Critical Perspectives on Accounting*, 19, 8, p. 1219-1238.
- GOYER M., 2006, « La transformation du gouvernement d'entreprise » dans P. D. CULPEPPER, P. A. HALL, B. PALIER (dir.), *La France en mutation*, Paris, Presses de Sciences Po, p. 71-107.
- GUINNANE T. W., HARRIS R., LAMOREAUX N., ROSENTHAL J.-L., 2007, « Putting the Corporation in its Place », *Enterprise and Society*, 8, 3, p. 687-729.
- GUINNANE T. W., HARRIS R., LAMOREAUX N., ROSENTHAL J.-L., 2008, « Pouvoir et propriété dans l'entreprise », *Annales, Histoire, Sciences sociales*, 61, 1, p. 73-110.

- HALL P., SOSKICE D. (eds.), 2001, *Varieties of Capitalism*, Oxford, Oxford University Press.
- HALLOCK K. F., 1997, « Reciprocally Interlocking Boards of Directors and Executive Compensation », *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 32, 3, p. 331-344.
- JACKSON F., HÖPNER M., KURDELBUSCH A., 2005, « Corporate Governance and Employees in Germany: Changing Linkages, Complementarities, and Tensions » dans H. GOSPEL, A. PENDLETON (eds.), *Corporate Governance and Labour Management. An International Comparison*, Oxford, Oxford University Press, p. 84-121.
- JACOBIDES M. G., WINTER S. G., 2005, « The Co-Evolution of Capabilities and Transaction Costs: Explaining the Institutional Structure of Production », *Strategic Management Journal*, 26, 5, p. 395-413.
- JACOBY S. M., 1985, *Employing Bureaucracy*, New York (NY), Columbia University Press.
- JENSEN M. C., MECKLING W. H., 1976, « Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure », *Journal of Financial Economics*, 3, 4, p. 305-360.
- KÄDTLER J., 2009, « German Chemical Giants' Business and Social Models in Transition. Financialisation as a Management Strategy », *Transfer: European Review of Labour and Research*, 15, 2, p. 229-249.
- KÄDTLER J., SPERLING H.-J., 2003, « Globalization and Financialization as Triggers for Enterprise Reorganisation and the Impact on Industrial Relations », *SOFI-Mitteilungen*, 31, p. 53-65.
- LABARDIN P., PEZET A. (dir.), 2014, *Histoire du management*, Paris, Nathan.
- LALLEMENT M., *Le travail. Une sociologie contemporaine*, Paris, Gallimard.
- LAMOREAUX N., 1985, *The Great Merger Movement in American Business, 1895-1904*, New York (NY), Cambridge University Press.
- LAMOREAUX N., 1994, *Insider Lending. Banks, Personal Connections, and Economic Development in Industrial New England*, Cambridge, Cambridge University Press.
- LANTENOIS C., CORIAT B., 2011, « Investisseurs institutionnels non résidents, corporate governance et stratégies d'entreprise. Évaluation et analyse à partir d'un panel de firmes françaises et allemandes (1999-2007) », *Revue d'économie industrielle*, 134, p. 51-84.
- LAZONICK W., 2010, « Innovative Business Models and Varieties of Capitalism. Financialization of the US Corporation », *Business History Review*, 84, p. 675-702.
- LAZONICK W., O'SULLIVAN M., 2000, « Maximizing Shareholder Value: A New Ideology for Corporate Governance », *Economy and Society*, 29, 1, p. 13-35.
- LE MASSON P., WEIL B., HATCHUEL A., 2006, *Les processus d'innovation. Conception innovante et croissance des entreprises*, Paris, Hermès-Lavoisier.
- LEFEBVRE P., 2003, *L'invention de la grande entreprise*, Paris, Presses universitaires de France.
- LEMARCHAND Y., PRAQUIN N., 2005, « Falsifications et manipulations comptables. La mesure du profit, un enjeu social (1856-1914) », *Comptabilité-Contrôle-Audit*, 11, 3, p. 15-33.
- LEMERCIER C., 2014, « Naissance de l'entreprise et formes antérieures d'organisation » dans B. SEGRESTIN, B. ROGER, S. VERNAC (dir.), *L'entreprise, point aveugle du savoir*, Paris, Éditions Sciences humaines, p. 153-163.

- LIN K. H., TOMASKOVIC-DEVEY D., 2013, « Financialization and US Income Inequality, 1970-2008 », *American Journal of Sociology*, 118, 5, p. 1284-1329.
- MIDLER C., 1993, *L'auto qui n'existait pas*, Paris, Dunod.
- MOUTET A., 1997, *Les logiques de l'entreprise. La rationalisation dans l'industrie française de l'entre-deux-guerres*, Paris, Éditions de l'EHESS.
- MURPHY K. J., 1999, « Executive Compensation » dans O. ASHENFELTER, D. CARD (eds.), *Handbook of Labor Economics*, Amsterdam, North-Holland, p. 2485-2563.
- MURPHY K. J., 2013, « Executive Compensation: Where we are, and How we Got There » dans G. CONSTANTINIDES, M. HARRIS, R. STULZ (eds.), *Handbook of the Economics of Finance*, London, Elsevier, p. 211-356.
- NOVAK B., 2009, « Public-Private Governance: A Historical Introduction » dans J. FREEMAN, M. MINOW (eds.), *Government by Contract: Outsourcing and American Democracy*, Cambridge (MA), Harvard University Press, p. 23-40.
- OCASIO W., 1994, « Political Dynamics and the Circulation of Power. CEO Succession in US Industrial Corporations, 1960-1990 », *Administrative Science Quarterly*, 39, 6, p. 285-312.
- O'SULLIVAN M., 2000, *Contests for Corporate Control*, New York (NY), Oxford University Press.
- PADGETT J. F., MCLEAN P. D., 2006, « Organizational Invention and Elite Transformation: The Birth of a Partnership Systems in Renaissance Florence », *American Journal of Sociology*, 111, 5, p. 1463-1568.
- PERRAUDIN C., PETIT H., REBÉRIOUX A., 2008, « The Stock Market and Human Resources Management: Evidence from a Survey of French Establishment », *Recherches économiques de Louvain*, 74, 4-5, p. 541-586.
- PERROW C., 1991, « A Society of Organizations », *Theory and Society*, 20, 6, p. 725-762.
- PIORE M. J., SABEL C., 1989, *Les chemins de la prospérité*, Paris, Hachette.
- RAJAN R. G., ZINGALES L., 2003, « The Great Reversals: The Politics of Financial Development in the Twentieth Century », *Journal of Financial Economics*, 69, 1, p. 5-50.
- RAJAN R. G., ZINGALES L., 2004, *Saving Capitalism from Capitalists*, Princeton (NJ), Princeton University Press.
- RAO H., SIVAKUMAR K., 1999, « Institutional Sources of Boundary-Spanning Structures: The Establishment of Investor Relations Departments in the Fortune 500 Industrials », *Organization Science*, 10, 1, p. 27-42.
- REVERDY T., 2011, « L'accountability à l'épreuve des incertitudes. Le mandat des acheteurs d'énergie », *Sociologie du travail*, 53, 3, p. 388-407.
- REYNAUD J.-D., 1988, « Les régulations dans les organisations : régulation de contrôle et régulation autonome », *Revue française de sociologie*, 29, 1, p. 5-18.
- ROCHAT J., 2014, *La société anonyme en France (1807-1867)*, Genève, thèse de l'université de Genève.
- ROE M. J., 1994, *Strong Managers, Weak Owners*, Princeton (NJ), Princeton University Press.
- ROE M. J., 2003, *Political Determinants of Corporate Governance. Political Context, Corporate Impact*, New York (NY), Oxford University Press.
- ROY W. G., 1997, *Socializing Capital*, Princeton (NJ), Princeton University Press.

- SABEL C., ZEITLIN J., 1985, « Historical Alternatives to Mass Production: Politics, Markets and Technology in Nineteenth-Century Industrialization », *Past & Present*, 108, p. 133-176.
- SAINSAULIEU R., 1977, *L'identité au travail*, Paris, Presses de Sciences Po.
- SAINSAULIEU R. (dir.), 1992, *L'entreprise : une affaire de société*, Paris, Presses de Sciences Po.
- SAXENIAN A., 1994, *Regional Advantage*, Cambridge (MA), Harvard University Press.
- SEGRESTIN D., 2004, *Les chantiers du manager*, Paris, Armand Colin.
- STANZIANI A. (dir.), 2007, *Dictionnaire historique de l'économie-droit, XVIII<sup>e</sup>-XX<sup>e</sup> siècles*, Paris, LGDJ.
- STANZIANI A. (dir.), 2010, *Le travail contraint en Asie et en Europe, XVII<sup>e</sup>-XX<sup>e</sup> siècles*, Paris, Éditions de la MSH.
- STANZIANI A., 2012, *Rules of Exchange: French Capitalism in Comparative Perspective, Eighteenth to the Early Twentieth Centuries*, Cambridge, Cambridge University Press.
- SUPIOT A., 1999, *Au-delà de l'emploi*, Paris, Flammarion.
- TOLBERT P. S., HIATT S. R., 2009, « On Organizations and Oligarchies. Michels in the Twenty-First Century » dans P. S. ADLER (ed.), *The Oxford Handbook of Sociology and Organization Studies, Classical Foundations*, Oxford, Oxford University Press, p. 174-199.
- USEEM M., 1996, *Investor Capitalism*, New York (NY), Basic Books.
- VAN DER ZWAN N., 2014, « Making Sense of Financialization », *Socio-Economic Review*, 12, 1, p. 99-129.
- VERLEY P., 1997, *L'échelle du monde. Essai sur l'industrialisation de l'Occident*, Paris, Gallimard.
- WADE J., O'REILLY III C. A., CHANDRATAT I., 1990, « Golden Parachutes: CEOs and the Exercise of Social Influence », *Administrative Science Quarterly*, 35, 4, p. 587-603.
- WESTPHAL J. D., ZAJAC E. J., 1994, « Substance and Symbolism in CEOs' Long Term Incentive Plans », *Administrative Science Quarterly*, 39, 3, p. 367-390.
- WESTPHAL J. D., ZAJAC E. J., 1997, « Defections from the Inner Circle: Social Exchange, Reciprocity and the Diffusion of Board Independence in US Corporations », *Administrative Science Quarterly*, 42, 1, p. 161-183.
- WESTPHAL J. D., ZAJAC E. J., 2001, « Decoupling Policy from Practice: The Case of Stock Repurchase Programs », *Administrative Science Quarterly*, 46, 2, p. 202-228.
- ZORN D. M., 2004, « Here a Chief, There a Chief: The Rise of the CFO in the American Firm », *American Sociological Review*, 69, 3, p. 345-364.
- ZUCKERMAN E. W., 2000, « Focusing the Corporate Product: Securities Analyst and De-Deversification », *Administrative Science Quarterly*, 4, 3, p. 591-619.

## ABSTRACT

---

### Business and its Shareholders

Here we present a review of the literature on big business and investigate the conditions for its existence and the historic incarnations of what is its foundation, capitalistic investment. We look at two critical periods for this organizational form: the establishment of integrated big businesses at the end of the nineteenth century and the shareholder revolution at the end of the twentieth century. While referring in particular to the development of legal support for capitalistic investment and the consequences for employees for the adoption of shareholder value, we focus on the issue of relations between shareholders and managers.

**Key words.** BUSINESS – CAPITALISM – SHAREHOLDER – ECONOMIC ELITES – FINANCIALIZATION

## ZUSAMMENFASSUNG

---

### Das Unternehmen und seine Aktionäre

Wir schlagen hier eine Literaturübersicht zu den Großunternehmen vor und stellen uns dabei die Frage zu den Bedingungen und Möglichkeiten sowie zu der historischen Verkörperung, die ihr zugrunde liegt, nämlich die Kapitalinvestition. Wir betrachten zwei grundwichtige Perioden dieser Organisationsform: die Einführung der integrierten Großunternehmen Ende des 19. Jahrhunderts und die Aktionärsrevolution Ende des 20. Jahrhunderts. Wir erwähnen in diesem Zusammenhang besonders die Entwicklung der juristischen Grundlagen der Kapitalinvestition sowie die Folgen für die Arbeitnehmer der Akzeptierung des Anteilwertes und behandeln eingehend die Frage der Beziehungen zwischen den Aktionären und den Managern.

**Wörter Schlüssel.** UNTERNEHMEN – KAPITALISMUS – AKTIONÄR – WIRTSCHAFTSELITEN – FINANZIARISIERUNG

## RESUMEN

---

### La empresa y sus accionistas

Proponemos aquí un repaso a la literatura relativa a la gran empresa, interrogándonos acerca de las condiciones de posibilidad y las encarnaciones históricas de lo que la fundamenta, *i.e.* la inversión capitalista. Nos enfocaremos en dos periodos de encrucijada para esta forma de organización: el establecimiento de la gran empresa integrada a finales del s. XIX y la revolución accionarial a finales del s. XX. Evocaremos, entre otros, la elaboración de los soportes jurídicos de la inversión capitalística y las consecuencias para los asalariados de la adopción del valor accionarial, así como nos centraremos en la cuestión de las relaciones entre accionistas y managers.

**Palabras claves.** EMPRESA – CAPITALISMO – ACCIONISTA – ELITES ECONÓMICAS – FINANCIARIZACIÓN