

CORPORATE GOVERNANCE ET EMPLOI : LES ATTENTES DES MARCHÉS FINANCIERS

L'ÉPREUVE DES FAITS

Le rôle des marchés financiers (particulièrement celui des fonds de pension) dans le financement des entreprises n'a cessé de croître depuis les années 80. Les licenciements qui ont marqué ces dernières années sont dès lors apparus comme liés à ces derniers, notamment à travers l'exigence de rendement à court terme des actions que les dirigeants d'entreprise attribuent aux fonds de pension et aux principes de gestion issus de la *Corporate Governance*. Cette interprétation est démentie par de nombreuses études d'événements (concernant les marchés financiers nord-américains et français) qui analysent le lien entre annonce de réduction d'effectif et cours de l'action. D'autres études montrent que, sur le plan économique et social, les licenciements ne sont pas annonciateurs d'une amélioration de la situation économique de l'entreprise, pas plus que du cours de son action. Enfin, l'étude des critères de la décision des investisseurs financiers montre une complexité et une finesse d'analyse qui contredit l'automatisme du lien entre les licenciements et l'appréciation du cours de l'action.

PAR TRISTAN BOYER, FORUM

Le rôle des marchés financiers dans la vie des entreprises s'est largement accru depuis les années 80. C'est aussi à partir de cette période que l'activité économique s'est orientée vers une recherche d'affranchissement par rapport aux contraintes spatiales, matérielles et temporelles : les entreprises décentralisent, externalisent leurs activités, adoptent des structures

plus souples, en réseaux ouverts. Le lien qui existait, jusqu'alors, entre l'employeur et l'employé (la « convention salariale fordiste » selon les termes de Boyer et Orléan [1994]) n'est plus conçu comme une relation longue susceptible de s'appuyer sur la confiance mais comme une relation circonscrite à la durée d'un projet [Veltz, 1996]. Pour le courant de pensée domi-

nant, les marchés financiers, accélérateurs de l'économie mondiale caractérisés par l'ubiquité, l'instantanéité et la virtualité, tiennent une place centrale dans la vie de ces entreprises : ils endossent, à travers les actions des entreprises, la responsabilité de la fragilisation de la relation salariale [Beffa, Boyer, Touffut, 1999].

L'élévation des taux d'intérêt a conduit, d'une part, les entreprises à faire appel aux marchés financiers pour se financer et, d'autre part, les marchés financiers à une plus grande exigence de rendement des actions. De plus, les vagues d'offres publiques d'achat (Opa) ont accru ce sentiment d'instabilité et incitent les dirigeants à se protéger en cherchant à fidéliser l'actionnariat de l'entreprise. Les fonds de pension étrangers, détenant en moyenne plus de 32 % du capital des entreprises du cac 40 [Champarnaud, Romey, 2000], jouent un rôle important dans la structure de leur capital. Même si le pouvoir dont ils disposent tient plus à l'impact de leur départ (la vente des actions qu'ils détiennent et le risque associé de brusque chute du cours de l'action pouvant entraîner une Opa hostile) qu'à leur poids en droits de vote (qu'ils exercent très rarement de manière coercitive), les entreprises se sentent contraintes d'émettre des signaux attractifs à l'intention des marchés financiers et des investisseurs.

Ainsi, pour montrer leur attachement à la satisfaction de leurs actionnaires, les entreprises ont mis en place des indicateurs de gestion comme l'Eva (*Economic Value Added*) (1) et ses dérivés. Elles se sont fixé des objectifs élevés de taux de rentabilité de leur titre et ont cherché à restructurer leurs activités autour de leur cœur de métier. Cependant, le facteur *Travail* apparaissant toujours comme plus flexible que le facteur *Capital* lorsqu'une décision doit être annoncée rapidement et donner le signe d'une amélioration rapide de la situation économique d'une entreprise, l'annonce de réductions d'effectifs semble aux dirigeants le moyen le plus sûr de donner un signe tangible d'une saine gestion.

Les vagues de licenciements dans des entreprises en bonne santé économique, en apparence saluées par les marchés financiers par une hausse du cours de l'action, ainsi que l'importance donnée à l'actionnaire dans les discours des managers (2) tendent à appuyer l'idée de l'existence d'une « dictature des marchés financiers et

des fonds de pension » qui confondrait et réduirait l'intérêt de l'entreprise à celui de l'actionnaire.

Si cette interprétation des principes de *Corporate Governance* qui veut que les réductions d'emploi soient une bonne chose pour les investisseurs est dénoncée par des chercheurs [Chevalier, Dure, 1994 ; Beaujolin, 1997] et fortement contestée par de nombreux mouvements politiques et citoyens, sa pertinence et sa justesse sont beaucoup moins souvent interrogées et contestées. Les marchés financiers et les fonds de pension attendent-ils des entreprises qu'elles licencient ? À quel point ces décisions sont-elles valorisées et quel en est l'impact sur le cours de l'action ?

L'application mimétique [Orléan, 1999] de l'interprétation de la *Corporate Governance* qui lie l'exigence conventionnelle de rendement de l'action à des licenciements, ne semble pas perçue positivement par les marchés financiers. De nombreuses études (3) montrent que la bourse ne réagit pas favorablement à ces annonces. Non seulement les entreprises qui licencient ne voient pas leur cours de bourse s'apprécier, mais leur situation économique ne paraît pas non plus s'améliorer après une réduction d'effectif. La revue de la littérature venant en appui de cette analyse est complétée et soutenue par l'analyse des facteurs non financiers qui déterminent les décisions des gestionnaires de portefeuille.

LES ÉTUDES DU LIEN ENTRE COURS DE BOURSE ET DÉCISION DE LICENCIEMENT (4)

L'affirmation selon laquelle les décisions de réduction d'effectif constituent une nouvelle susceptible de provoquer une appréciation du cours de l'action est au cœur du discours dominant sur le lien entre les marchés financiers et l'emploi. Nous avons donc recensé les études ayant pour objectif de mesurer l'influence des annonces de licenciement (ou de réduction d'effectif)

(2) Les discours sur la « création de valeur (pour l'actionnaire) », la référence constante aux « principes de Corporate Governance » ou encore la mise en place d'indicateurs de gestion comme l'EVA sont les signes de la volonté des managers de donner une place déterminante aux intérêts des actionnaires dans leurs décisions. C'est ainsi que, selon Lordon (2000) : « on licencie pour la valeur, on fusionne pour la valeur, on innove pour la valeur, on « spin off » pour la valeur, et si on faisait le contraire de tout ça ce serait encore au nom de la valeur ».

(3) Ces études sont des études d'événements analysant les rendements anormaux : « un événement est une annonce propre au marché, à la conjoncture ou à l'entreprise qui donne aux investisseurs une information nouvelle, susceptible de provoquer une révision des anticipations sur le niveau ou le risque des flux futurs et de modifier ainsi le cours de l'action » et « un rendement est dit anormal lorsqu'il est statistiquement différent de ce qu'il devrait être selon un modèle théorique d'évaluation type Médaf » (d'Arcimoles, 1999).

La période sur laquelle s'étend ces études d'événements est assez longue (de 1970 à nos jours). Malgré les différences de contextes historiques et économiques sur cette période, ces études montrent des résultats particulièrement convergents, ce qui nous semble renforcer la généralité de notre propos et de ses conclusions.

(1) L'EVA est égale à la différence entre le rendement des capitaux investis et la rémunération exigée par les apporteurs de capitaux (capitaux propres et dettes financières). Lorsqu'elle est positive, l'entreprise est considérée comme créatrice de valeur ; dans le cas contraire, elle est censée subir une destruction de valeur.

EVA = ROAI - cmcpc x CI. « ROAI » (en anglais NOPAT, *net operating profits after taxes*) désigne le résultat opérationnel après impôt, « CI » correspond aux capitaux investis par l'entreprise et « cmcpc » au coût du financement. Pour plus de précisions, voir Bessire (1998).

L'EVA apparaît, selon Montagne et Sauviat (2001), comme « un objet relativement conventionnel à partir duquel les entreprises témoignent de leur allégeance aux financiers sans pour autant constituer un réel outil de pilotage interne », les indicateurs traditionnels restant systématiquement utilisés et ayant un effet direct sur les décisions prises par les dirigeants.

sur le cours de bourse. L'étude de référence en ce domaine est celle de Abowd *et alii* [1990] qui s'appuie sur l'analyse de quatre cent cinquante-deux événements en 1980 pour cent cinquante-quatre entreprises et cent quatre-vingt-quinze événements en 1987 pour cent deux entreprises. Les rendements anormaux sont calculés, pour chacune de ces deux années, sur une période entourant l'événement : - 2 à + 2 jours, d'une part, et - 10 à + 3 jours, d'autre part, afin de tenir compte d'une éventuelle anticipation des marchés financiers. Les résultats de cette étude montrent que les réactions des marchés financiers aux décisions de licenciements sont le plus souvent négatives, même s'ils ne sont pas significatifs au sens statistique. Ils ne confirment donc pas du tout l'hypothèse d'un lien entre les réductions d'effectifs et l'augmentation du cours de l'action.

À cette observation s'ajoute celle de Worrell *et alii* [1991] portant sur cent quatre-vingt-quatorze entreprises entre 1979 et 1987 et dont l'apport principal est de distinguer l'impact de l'annonce de la décision selon son contexte stratégique. Les rendements anormaux sont appréciés sur une période allant de - 90 à + 90 jours après l'événement. Ces rendements sont de - 2 % en moyenne. Les auteurs constatent qu'ils varient nettement selon le contexte et les motivations de la décision de licenciement : dans le cas d'une restructuration ou d'une réorganisation de l'entreprise, le rendement anormal cumulé sur la période de référence est de + 3,6 %. En revanche, si la décision de licenciement est prise pour faire face à des difficultés financières, le rendement anormal cumulé est de - 5,6 %. L'étude de Hubler et Schmidt [1996] confirme sans ambiguïté ces résultats pour la France. La réaction des marchés financiers y serait même encore plus nette puisque le rendement anormal négatif obtenu sur quarante et un événements entre - 10 et + 3 jours est de - 0,57 % sans distinction du motif de licenciement.

Si la distinction du motif de la réduction d'effectif semble jouer un rôle déterminant sur l'appréciation des marchés financiers en ce qui concerne le cours de l'action, les travaux les plus récents mettent en évidence un effet négatif indiscutable sur le cours de l'action de l'annonce de licenciement, même sur un intervalle temporel court. Ainsi, le travail d'Abraham et Kim [1999], portant sur trois cent soixante-huit entreprises ayant annoncé des licenciements sur la période 1993-1994

LES MARCHÉS
FINANCIERS
ET LES FONDS
DE PENSION
ATTENDENT-ILS
DES
ENTREPRISES
QU'ELLES
LICENCIENT ?

aux États-Unis, s'est focalisé sur la semaine encadrant l'annonce. Le jour de l'annonce, la perte de rendement de l'action est de 0,07 %, ce qui n'est pas significatif. En revanche, la veille de l'annonce, la perte de rendement est de 0,85 %, tandis que le lendemain, on constate un gain de 0,15 %. La perte de rendement dans la semaine autour de l'annonce est de 0,99 %. Farber et Hallock [1999] ont comparé les résultats de quatorze études couvrant (mises bout à bout) la période de 1970 à 1997 et portant sur les rendements anormaux constatés autour des annonces de licenciements [- 1 jour ; + 1 jour]. Selon eux, la réaction des marchés financiers à ces annonces est clairement négative, quelle que soit l'époque des trente dernières années. En revanche, cette réaction est de moins en moins négative plus on se rapproche des périodes récentes. Pour ces auteurs, ce glissement paraît imputable à un changement dans la nature des licenciements, qui sont davantage destinés à améliorer l'efficacité qu'à répondre à des réductions de la demande.

Il convient cependant de s'interroger sur cette lecture des résultats : si la nature des licenciements a bien évolué depuis les années 80, passant au cours des années 90 de licenciements d'urgence économique à des licenciements d'anticipation et de compétitivité, la possibilité d'une meilleure anticipation des marchés financiers doit aussi être envisagée. Ainsi, dans leur étude de 1996, Hubler et Schmidt constataient que le rendement anormal apparaissait le jour de l'annonce de la décision de licenciement, alors que dans la période récente, le rendement anormal apparaissait cinq jours plus tôt [Hubler, Schmidt, 1999]. Le glissement perçu par Farber et Hallock pourrait donc aussi être dû à un glissement des anticipations des marchés financiers.

Quoi qu'il en soit, ces résultats suggèrent clairement que les acteurs des marchés financiers n'agissent pas automatiquement de manière favorable à l'annonce de licenciements. Le contexte et les motivations de la décision apparaissent comme décisives dans l'interprétation faite par les marchés financiers. En fait, si la décision de licenciement n'est prise que pour elle-même et se présente comme une fin susceptible de résoudre des problèmes financiers (au sens de la comptabilité), les marchés financiers considèrent apparemment que ce n'est pas une bonne décision, ou qu'elle est insuffisante, puisque leur réaction est négative. En revanche, si la décision de licenciement est motivée par une réorganisation, c'est-à-dire lorsque la réduction d'effectif n'est qu'un moyen ou une conséquence d'une décision jugée bonne ou de bon augure, alors les marchés financiers réagissent favorablement. Les licenciements ne constituent pas, en eux-mêmes, un signe explicite suffisant pour provoquer une appréciation du cours de l'action d'une entreprise ; ils sont considérés comme un

(4) Les études sur les rendements anormaux concernent indifféremment les décisions de licenciement et les décisions de réduction d'effectif. Du point de vue des analystes financiers et des traders que nous avons rencontrés, la distinction n'est pas aussi pertinente que pour les spécialistes et les professionnels de la gestion des ressources humaines : le fait important est la décision de réduction des dépenses salariales de l'entreprise, le moyen (licenciement collectif, non-renouvellement des départs, préretraites...) ne vient que préciser le contexte d'application de la décision.

volet d'une décision qui doit s'insérer dans une stratégie d'entreprise cohérente. Ces études viennent établir l'idée que, même sur une courte période autour de l'annonce d'une décision de licenciement, les réactions de marchés financiers ne sont pas favorables.

LES INVESTISSEURS ET LA PERFORMANCE ÉCONOMIQUE ET SOCIALE DE L'ENTREPRISE

Nous avons, dans un premier temps, testé, démenti et contredit l'assertion établie par le courant dominant qui veut que l'annonce de réduction d'effectif soit suivie d'une augmentation immédiate du cours de l'action. L'annonce d'une réduction d'effectif provoque donc, de la part des marchés financiers, l'anticipation d'une baisse du cours de l'action. Peut-on pour autant en conclure *a contrario*, qu'une entreprise qui embauche ou qui serait « socialement performante » voit son cours de bourse s'apprécier ? Quelques études aux méthodologies disparates permettent de ne pas rejeter cette idée *a priori*. Ainsi, Denison [1984] trouve une corrélation entre les données financières et les données sociales de trente-quatre entreprises étudiées et conclut que les entreprises les plus performantes au niveau social ou culturel réalisent les meilleures performances. Stebbins [1987] compare, quant à lui, l'évolution boursière des entreprises socialement performantes à l'indicateur de la bourse de Toronto (TSE) sur la période 1982-1986. L'échantillon d'entreprises choisi montre une progression de 34,6 %, tandis que l'indice TSE progresse sur la même période de 19,7 %.

Une autre approche, allant au-delà du strict cadre des marchés financiers et des annonces faites par les directions d'entreprises, nous permet de dépasser le constat d'un lien strictement lié aux anticipations des acteurs des marchés financiers. L'idée est alors de confronter les effets des licenciements non seulement sur la performance financière, mais aussi sur la performance économique sur une durée nettement supérieure à celle pertinente dans le cadre d'études d'événements. L'étude de De Meuse *et alii* [1994] confirme l'absence d'effets systématiquement positifs des suppressions d'emplois, même si elle ne différencie pas les contextes de décision. Cette étude est construite à partir des données des années 1987 à 1991. Elle confronte les indicateurs de rentabilité comptable et le Q de Tobin (5) sur un intervalle (- 1 an ; + 1 an) de dix-sept entreprises ayant licen-

LA RENTABILITÉ ÉCONOMIQUE DES ENTREPRISES QUI LICENCIENT EST INFÉRIEURE À CELLE DES ENTREPRISES QUI SE DÉVELOPPENT

cié en 1989 avec ceux de trente-cinq entreprises n'ayant pas licencié sur la période 1989-1991. Quel que soit l'indicateur retenu, le retard de performance des entreprises ayant licencié ne cesse de s'accroître sur la période de référence.

Il est alors légitime de s'interroger sur les rapports qui peuvent exister entre les performances économiques, sociales et financières. C'est l'approche adoptée par le travail de Cascio *et alii* [1997] qui distingue finement les situations à travers des notions simples de rentabilité, de variation des actifs et des effectifs et de variations absolues et relatives du cours de l'action. Cette étude se fonde sur l'analyse des décisions d'emploi de cinq cent trente-sept entreprises sur la période 1981-1992. Pour l'ensemble de ces entreprises, cela fait cinq mille quatre cent soixante-dix-neuf variations d'effectifs, 89 % des entreprises présentant au moins une variation d'effectif pour chaque année de la période considérée. En plus des variables financières et d'effectif, les auteurs de cette étude ont choisi de prendre en compte les variations d'actifs, car les licenciements accompagnés de cessions d'actifs ne sont pas considérés de la même façon par les marchés financiers. Ils différencient ainsi sept types de décisions selon les seuils

de variation des emplois et des actifs. À partir de ces données, les auteurs ont cherché à tester deux hypothèses : d'une part, « *Les variations d'effectifs sont sans effet sur la rentabilité brute de l'année et des deux années suivantes* » ; et d'autre part, « *Les variations d'effectifs sont sans effet sur le cours boursier de l'année et des deux années suivantes* ».

Cascio *et alii* constatent d'abord que la rentabilité économique des entreprises qui licencient est inférieure à celle des entreprises qui se développent (en données corrigées de l'évolution sectorielle : - 0,19 % pour les premières, + 2,48 % pour les secondes), ce qui confirme que les entreprises qui licencient ne sont pas en bonne santé économique. Si l'on distingue, parmi les entreprises qui licencient, celles qui réduisent leurs actifs de celles qui ne réduisent que leur effectif, on constate que les premières voient leur rentabilité absolue augmenter de 3,1 % en trois ans, alors que les secondes la voient baisser de 2,4 %. Une réduction d'effectif n'est donc pas suffisante pour redresser la situation d'une entreprise dont la rentabilité est trop basse, du moins, sur une période de deux à trois ans, ce qui réduit le sens des mots d'un directeur des ressources humaines, évoqués par R. Beaujolin [1997] à propos des licenciements économiques collectifs (« *Connaissez-vous une opération qui ait un payback aussi rapide ?* »), à une simple recette d'artifice comptable.

Les auteurs de cette étude ont remarqué, à partir du calcul des gains boursiers cumulés sur les années 0 à 2, qu'un investissement chez les « réducteurs d'em-

(5) Q de Tobin = (Valeur de marché de l'entreprise)/(Valeur de remplacement de ses actifs). Si Q > 1 alors l'entreprise est créatrice de valeur.



L'idée est de confronter les effets des licenciements non seulement sur la performance financière, mais aussi sur la performance économique sur une durée nettement supérieure.

ploi » rapportait 63 %, alors qu'un même investissement chez les « *développeurs d'emploi* » rapportait 74 %. De plus, ils ont observé que, parmi les « *réducteurs* », les meilleures performances se trouvaient chez les réducteurs d'actifs. Enfin, l'étude montre que les meilleurs niveaux de performance absolue sont atteints par les « *développeurs* », ce qui confirme que « *croissance, emploi et performance boursière ne sont pas incompatibles* » [d'Arcimoles, 1999].

Ces études confirment donc que les marchés financiers ne réagissent pas de façon aussi simpliste que l'on avait pu le croire. L'appréciation qu'ils peuvent avoir des annonces de licenciements ne se limite pas à une décision réflexe en leur faveur. Au contraire, le contexte sectoriel et la motivation de la décision sont au cœur de la réaction des marchés financiers : la réduction des effectifs, avec pour seul objectif de réduire les coûts, ne conduit à une amélioration ni du cours de l'action, ni de la situation économique de l'entreprise. La décision de licencier ne provoque d'amélioration du cours de l'action que lorsque celle-ci s'inscrit dans une stratégie de réaction à des performances trop faibles et lorsque cette baisse de performance touche aussi l'ensemble du secteur d'activité de l'entreprise.

LES FACTEURS NON FINANCIERS PRIS EN COMPTE PAR LES DÉCISIONNAIRES SUR LES MARCHÉS FINANCIERS

L'annonce de licenciements n'est pas de nature à favoriser le cours de l'action. Les entreprises qui licencient ne voient pas le cours de leur action s'apprécier. Les licenciements ne permettent pas aux entreprises d'obtenir de résultats économiques significativement meilleurs que les autres entreprises du même secteur qui ne licencient pas. Le contexte stratégique de la décision de licenciement apparaît comme un facteur fondamental dans l'évaluation des marchés financiers. On doit donc exclure l'idée selon laquelle les licenciements constituent le signal de futurs bénéfices. Il convient cependant d'étayer notre propos selon lequel les acteurs des marchés financiers forment un jugement sur l'entreprise et les décisions qu'elle annonce sur des informations dépassant largement la seule annonce d'une réduction d'effectif.

Pour soutenir l'idée selon laquelle les acteurs des marchés financiers forment des jugements plus élaborés, il convient de connaître leurs moyens d'information et les critères de décision qu'ils utilisent

pour former leur jugement. L'enquête de Mavrinac et Siesfeld [1998] avait pour but d'analyser le poids des facteurs non financiers dans les prises de décision des acteurs des marchés financiers, d'en déterminer les plus importants et leurs sources. Elle a été menée auprès de deux cent soixante-quinze gestionnaires de portefeuilles américains (ce qui représente 14 % de cette profession) de tous types d'institutions financières (fonds de pension, assurance, banque) et s'appuie sur l'analyse du contenu de trois cents rapports d'analystes indépendants.

Les informations non financières constituent, de l'avis des gestionnaires de portefeuille interrogés dans cette étude (mais aussi selon les traders français que nous avons interrogés), des indicateurs importants pour leur permettre de juger du fonctionnement interne des entreprises et de l'application réelle de leur stratégie. L'importance donnée aux informations non financières par les investisseurs faisait partie des questions posées : pour 25 % d'entre eux, les facteurs non financiers influencent pour plus de 50 % leur décision et, pour 60 % d'entre eux, cette influence représente entre 20 et 50 %. En moyenne, 35 % de la décision d'investissement sont motivés par des données non financières. Ce chiffre va jusqu'à 67 %, si l'on inclut dans les données non financières l'image de l'entreprise (cf. Greene [1999], qui a travaillé sur les données de l'enquête de Mavrinac et Siesfeld [1998]).

L'importance du rôle des informations non financières dans les décisions des investisseurs suscite des interrogations quant aux informations considérées comme significatives pour la décision. Le deuxième volet de cette enquête les classe par ordre d'importance. Selon cette étude, les investisseurs privilégient nettement certains critères : la mise en œuvre de la stratégie ; la crédibilité du management ; la qualité de la stratégie ; la capacité d'innovation de l'entreprise sur son marché ; la capacité à retenir des gens talentueux. Ces critères reposent sur une appréciation de moyen/long terme concernant largement des facteurs « *ressources humaines* » et de management.

Les résultats de cette enquête tendent à étayer l'idée selon laquelle les investisseurs n'adoptent pas une attitude systématiquement favorable aux réductions d'effectifs. Leur intérêt pour les informations concernant les politiques d'emploi montre qu'ils ont un point de vue beaucoup plus riche sur les décisions d'emploi dans les entreprises que ne pouvaient le laisser supposer la littérature sur la *Corporate Governance* (essentiellement issue des approches en termes de théorie de l'agence) et les chartes de corporate governance elles-mêmes. Il ne faut cependant pas conclure à un intérêt particulièrement bienveillant des fonds de pension pour l'emploi : les gestionnaires des fonds de pension s'intéressent à la manière dont sont gérés les actifs d'une entreprise et ils considèrent l'emploi comme un « *capital humain* » qui doit être valorisé, utilisé et géré de manière optimale

(dans le cadre d'une stratégie d'entreprise cohérente) du fait de sa place déterminante dans la création de valeur. Les décisionnaires sur les marchés n'apparaissent pas comme réagissant de manière réflexe aux licenciements. La façon dont ils prennent leurs décisions est codifiée, contrôlée et s'appuie sur de nombreux outils, méthodes d'anticipation des cours fondées sur des modèles économétriques, notes et analyses d'entreprise, et tout particulièrement sur les entretiens entre analystes et dirigeants d'entreprise, notamment à travers les road shows. En effet, ils souhaitent investir dans des entreprises dont la pérennité et la croissance leur paraissent assurées : « *Les fonds recherchent comme critère d'investissement l'affirmation par la firme d'un projet stratégique de moyen et long terme crédible (avec beaucoup d'humour, un chef d'entreprise m'a expliqué à propos de cet argument que, bien souvent dans les road shows, des investisseurs comme Templeton ou Fidelity pourraient, en raison de leurs questions, être remplacés par la CGT ou la CFDT)* » [Morin, 1999].

La raison de l'approfondissement de ces investigations quant à la consistance de la stratégie de moyen et long terme de l'entreprise réside dans la durée d'investissement des fonds de pension dans les entreprises. Cette durée est de deux à quatre ans, avec des valeurs extrêmes de dix-huit mois à cinq ans [O'Sullivan, 2000 ; Morin, 1999 ; Maréchal, 1998] (6). Ce ne sont donc pas des investissements de long terme mais ce ne sont certainement pas non plus des investissements de court terme. Les fonds de pension ne pratiquent pas d'allers-retours rapides et spéculatifs : ils pratiquent une gestion financière classique, investissant des sommes importantes pour des durées assez longues, réalisant leurs bénéfices au bout d'environ trois ans. Le départ d'un fonds de pension de l'actionnariat d'une entreprise est généralement suivi de l'investissement d'un autre fonds dans ce même capital ; il n'y a donc pas à craindre de puissants effets déstabilisateurs lorsqu'un fonds décide de vendre ses titres.

L'activisme croissant des fonds de pension, même s'il ne s'applique qu'exceptionnellement de manière coercitive, se traduit par un contrôle des décisions stratégiques et de leur cohérence. Les fonds de pension utilisent ces informations pour décider d'investir - ou non - dans une entreprise en fonction d'une évaluation de la stratégie de cette entreprise, d'évaluations issues d'agences de rating social et d'analystes financiers, d'évaluations basées sur des indicateurs d'analyse financière. L'anticipation de l'évolution du cours d'une entreprise s'appuie sur l'utilisation combinée de plusieurs

(6) Les fonds de pension (qui représentent la capitalisation la plus importante) ont un taux de rotation annuel de leur portefeuille de 13 à 35 %. Le taux moyen de rotation du portefeuille des institutions financières américaines (fonds de pensions publics et des entreprises, *mutual funds*, gérants de liquidités, banques et assurances) a diminué de 1993 à 1997 et se situait à cette date autour de 35 % (source : Conference Board, 1998, « Turnover, Investment Strategies, and ownership patterns », *Institutional Investment Report*, vol. 2, n°2).

méthodes d'évaluation [Batsch, 1999 ; Dubois, Raffégeau, 1988] ; elle ne se limite pas à une anticipation court-termiste.

On peut donc en conclure que, d'une part, les marchés financiers ne fonctionnent pas selon la représentation que les dirigeants d'entreprise se font de leurs attentes et de la *Corporate Governance* et, d'autre part, qu'ils n'adhèrent pas à cette représentation qui conduit à privilégier le court-terme et les réductions d'emploi. Les licenciements « financiers » (destinés à favoriser l'appréciation à court terme du cours de bourse) ne sont ni efficaces (les entreprises qui s'y conforment ne voient pas le cours de leur action s'apprécier plus que celui des entreprises qui ne s'y conforment pas), ni efficaces (ce modèle de gestion n'est pas reconnu comme meilleur par les acteurs des marchés financiers) : une telle interprétation de la *Corporate Governance* est une mauvaise traduction des attentes des marchés financiers, ce qui conduit à une coordination dysfonctionnelle entre les entreprises et les marchés financiers.

PARADOXE ET DYSFONCTIONNEMENT DE L'APPLICATION DES PRINCIPES DE CORPORATE GOVERNANCE PAR LES ENTREPRISES

En mettant en place une stratégie de gestion de court terme et de réduction drastique des coûts les plus faciles à minimiser (à travers le *downsizing*, le *benchmarking* systématique et les externalisations d'activité), les entreprises adoptent des comportements qui ne constituent pas nécessairement une bonne nouvelle pour les parties prenantes à la vie de l'entreprise, ni pour les marchés financiers (et les fonds de pension) qui y voient une absence de stratégie et anticipent de mauvais résultats de l'entreprise.

De même, lorsque les dirigeants d'une entreprise fixent *ex ante* (par la promesse d'un certain rendement) la rémunération perçue par l'actionnaire, cette dernière ne correspond plus au risque qu'il assume mais à celui qu'assument les salariés et les autres parties prenantes du fait des dirigeants. La fixation *ex ante* du rendement des actions est un véritable problème économique qui risque de générer un décalage entre la sphère financière et la sphère réelle, non pas sous forme d'une bulle financière, mais sous forme d'une « bulle réelle », le risque étant alors supporté par les salariés, les fournisseurs, les clients et la société en général, avec les conséquences que l'on peut imaginer.

Les dysfonctionnements qui résultent de l'interprétation que les dirigeants ont de ce que doit être une gestion conforme aux principes de la *Corporate Governance* mettent en péril l'entreprise et ses *stakeholders*. En se traduisant par des licenciements, cette interprétation est à l'origine d'une coordination économique dysfonctionnelle de l'entreprise avec son environnement.

Si les principes de *Corporate Governance* s'appliquent aujourd'hui à une grande partie des entreprises, ces principes n'impliquent en aucun cas d'en réduire systématiquement l'effectif. Cette compréhension erronée des exigences des fonds de pension conduit non seulement à une coordination dysfonctionnelle, mais aussi au paradoxe que les principes de *Corporate Governance*, tels qu'ils sont trop souvent appliqués par les entreprises, ne satisfont pas ceux qui en exigent l'application. ■

BIBLIOGRAPHIE

ABOWD J., MILKOVICH G., HANNON J., 1990, « The effects of human resource management decisions on shareholder value », *Industrial and Labour Relations Review*, vol. 43.

ABRAHAM S., KIM D-O., 1999, « Layoff and employment guarantee announcements : how do shareholders respond ? », *SUNY-Oswego Economics department working paper* 1999-02.

BATSCH L., 1999, *Finance et stratégie*, Economica, Collection gestion, série Politique générale, finances et marketing.

BEAUJOLIN R., 1997, « De la détermination du sureffectif à la quête infinie de flexibilité : où mènent les processus de réduction des effectifs ? », *Thèse de doctorat de l'école Polytechnique*.

BEFFA J-L., BOYER R., TOUFFUT J-P., 1999, « Les relations salariales en France : État, entreprises, marchés financiers », *Notes de la Fondation Saint-Simon*, juin 1999.

BESSIRE D., 1998, « Valeur actionnariale : création ou répartition de richesse ? », *working paper de l'IAE*.

BOYER R., ORLEAN A., 1994, « Persistance et changement des conventions, deux modèles simples et quelques illustrations », *Analyse économique des conventions*, sous la direction de A. Orléan, PUF.

CASCIO W., YOUNG C., MORRIS J., 1997, « Financial consequences of employment change decisions in major US Corporations », *Academy of Management Journal*, vol. 40.

CHAMPARNAUD F., ROMÉY C., 2000, « Création de valeur et communication financière », *Bulletin mensuel COB*, n° 346, mai.

CHARREAUX G., 1991, « Structures de propriété, relation d'agence et performance financière », *Revue économique*, volume 42, n° 3, mai 1991.

CHARREAUX G., 1994, « Conseils d'administration et pouvoirs dans l'entreprise », *Revue d'économie financière*, n°31, hiver 1994.

CHEVALIER P., DURE D., 1994, « Quelques effets pervers des mécanismes de gestion », Dossier « Pourquoi licencie-t-on ? », *Annales des Mines – Gérer et Comprendre*, n°36, septembre 1994.

- D'ARCIMOLES C-H., 1999, « Les investisseurs face à la performance sociale de l'entreprise », *Revue Française de Gestion*, n°122, janvier février 1999.
- DE MEUSE K., VANDERHEIDEN P., BERGMANN T., 1994, « Announced Layoffs : their Effect on Corporate Financial Performance », *Human Resource Management*, vol.33.
- DENISON D., 1984, « Bringing Corporate Culture to the Bottom Line », *Organization Dynamics*, Automn, pp. 4-23.
- DUBOIS F., RAFFEGEAU J., 1988, *L'Évaluation financière de l'entreprise*, Que sais-je ?, PUF.
- FARBER H., HALLOCK K., 1999, « Have employment reductions become good news for shareholders ? The effect of job loss announcements on stock prices, 1970-97 », *working paper 417*, Princeton University, june 1999.
- GREENE D., 1999, « Measures that matter, The path of intangible value », *Your Brand & the Bottom Line Conference, The Ernst & Young Center For Business Innovation*, 25 février 1999.
- HUBLER J., SCHMIDT G., 1996, « L'effet des annonces de décisions de GRH sur les cours boursiers des entreprises françaises : application d'une méthodologie d'étude d'événements », *XIII^e journées nationales des IAE*, ESUG de Toulouse, Tome1.
- HUBLER J., SCHMIDT G., 1999, « Les actionnaires, la valeur et le travail : une comparaison France-États-Unis », *Revue Française de Gestion*, n° 126, novembre décembre 1999.
- LORDON F., 2000, « La "création de valeur" comme rhétorique et comme pratique. Généalogie et sociologie de la "valeur actionnariale" », *L'année de la régulation*, Dossier « Fonds de pension et "nouveau capitalisme" », La Découverte, 2000.
- MARÉCHAL A., 1998, « Les critères d'investissement des grands gestionnaires de fonds internationaux dans les entreprises françaises », *BULLETIN MENSUEL COB*, n°322, mars 1998.
- MAVRINAC S., SIESFELD T., 1998, « Measures that matter : an exploratory investigation of investor's information needs and value priorities », *Actes du colloque "Measuring Intangible Investment"*, OCDE, décembre 1998.
- MONTAGNE S., SAUVIAT C., 2001, (avec la collaboration de PERNOT J.-M.), « L'impact des marchés financiers sur la gestion des ressources humaines : une enquête exploratoire auprès de grandes entreprises françaises », *Documents d'études*, n°42.
- MORIN F., 1999, *Le modèle français de détention et de gestion du capital*, Rapport de François Morin au Ministre de l'Économie, des Finances et de l'Industrie, Les éditions de Bercy.
- O'SULLIVAN M., 2000, « Le socialisme des fonds de pension, ou "plus ça change..." : financement des retraites et Corporate Governance aux États-Unis », *L'année de la régulation*, Dossier « Fonds de pension et "nouveau capitalisme" », La Découverte, 2000.
- ORLÉAN A., 1999, *Le Pouvoir de la finance*, Paris, Odile Jacob
- SCHLEIFER A., VISHNY W., 1997, « A survey of Corporate Governance », *Journal of Finance*, vol. LII, n° 2, June 1997.
- STEBBINS M., 1987, « Stock Market Performance of Companies on the 100 Best List Compared to the TSE 300 Index », *Proceedings of the Administrative Sciences Association of Canada*, June.
- Veltz P., 1996, *Mondialisation, villes et territoires. L'économie d'archipel*, PUF.
- WORELL D., DAVIDSON I., SHARMA V., 1991, « Layoff Announcements and Stockholder Wealth », *Academy of Management*, vol. 34.

