

Paradoxe, dysfonctionnement et illégitimité de la convention financière

TRISTAN BOYER
tristan.boyer@u-paris10.fr
Université de Paris X-Forum

DOCUMENT DE TRAVAIL

N° 16

avril 2002

NUMEROS DEJA PARUS :

téléchargeables à partir du site
<http://www.cee-recherche.fr>

- N° 15** *Déstabilisation des marchés internes et gestion des âges sur le marché du travail : quelques pistes*
JEROME GAUTIE
mars 2002
- N° 14** *Métissage, innovation et travail. Un essai à partir de l'étude d'activités artistiques et culturelles*
MARIE-CHRISTINE BUREAU, EMMA MBIA
mars 2002
- N° 13** *Politique de l'emploi et mise au travail sur des « activités utiles à la société »*
BERNARD SIMONIN
février 2002
- N° 12** *Activité réduite : le dispositif d'incitation de l'Unedic est-il incitatif ?*
MARC GURGAND
décembre 2001
- N° 11** *Welfare to Work Policies in Europe. The Current Challenges of Activation Policies*
JEAN-CLAUDE BARBIER
novembre 2001
- N° 10** *Is the Reproduction of Expertise Limited by Tacit Knowledge ? The Evolutionary Approach to the Firm Revisited by the Distributed Cognition Perspective*
CHRISTIAN BESSY
octobre 2001
- N° 9** *RMI et revenus du travail : une évaluation des gains financiers à l'emploi*
MARC GURGAND, DAVID MARGOLIS
juin 2001
- N° 8** *Le statut de l'entrepreneuriat artistique et culturel : une question d'économie politique*
MARIE-CHRISTINE BUREAU
avril 2001
- N° 7** *Le travail des femmes en France : trente ans d'évolution des problématiques en sociologie (1970-2000)*
MARTINE LUROL
mars 2001

Ce texte a été soumis **au comité éditorial** du CEE, composé de : Gabrielle Balazs, Jean-Claude Barbier, Christian Bessy, Pierre Boisard, Marie-Christine Bureau, Bruno Courault, Jérôme Gautié, Jean-François Germe, Nathalie Greenan, Martine Lurol, Emmanuelle Marchal, Emmanuèle Reynaud, Bernard Simonin, Marie-Madeleine Vennat, Serge Volkoff.

Paradoxe, dysfonctionnement et illégitimité de la convention financière

Tristan Boyer

Résumé

Le rôle des marchés financiers (particulièrement celui des fonds de pension) dans le financement des entreprises n'a cessé de croître depuis les années quatre-vingt. Un courant de pensée très largement dominant a alors fait, à tort selon nous, un lien direct entre les licenciements qui ont marqué ces dernières années et le poids croissant des fonds de pension. Ce lien repose sur l'existence de la *convention financière*, que nous définissons comme 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*.

La première partie de ce papier concerne la définition de la convention financière, qui repose sur une interprétation de la notion de « convention » chez Keynes. La deuxième partie s'intéresse à la pertinence de la convention financière, en tant que traduction des attentes des marchés financiers, que nous testons à partir d'études d'« événements » relevés en France et aux États-Unis. Ces études montrent que le lien entre les licenciements et le cours de bourse est plutôt négatif, que les licenciements sont le signe de difficultés économiques, sociales et financières, mais n'en sont pas la solution (tant du point de vue économique que de celui des marchés financiers), et enfin que l'idée des licenciements, comme cause mécanique d'une appréciation du cours de bourse, est contredite par la façon dont les analystes financiers évaluent les entreprises et prennent leurs décisions. En conclusion, nous considérons la convention financière comme la traduction erronée des attentes des marchés financiers, ce qui conduit à une coordination dysfonctionnelle de l'entreprise (autant en interne qu'en externe) et à une illégitimité de cette convention.

Mots-clefs : *Corporate governance*, fonds de pension, évaluation, licenciements, convention financière.

Paradox, Dysfunction and Illegitimacy of the Financial Convention

Abstract

The importance of financial markets in firm management has grown bigger since the 80's. Meanwhile, unemployment, due to firms' layoffs and downsizing policies, started to become a great social and economical issue. We define the financial convention as the idea that the corporate governance principles (defined by pension funds) are interpreted by managers as the short-term constraint of an important stock's output in exchange of pension funds financing.

The first part of this paper focuses on the concept of financial convention that leans on an interpretation of Keynes' notion of convention. In the second part, we study the accuracy of

this translation in perspective with event studies concerning North American and French stock exchanges. These studies establish that the link between layoffs and stock prices is mostly negative, that layoffs are the sign of economic, social, and financial problems but are not the solution of these (both from the economic and the stock market point of view), and that the idea that layoffs could be the cause of an automatic increase in stock price, is contradicted by the analysis of the way institutional investors take their decisions and evaluate firms. In conclusion, we consider that the financial convention is a mistranslation of the stock exchange expectations, which leads to a dysfunctional coordination of the firm (both internally and externally) and a lack of legitimacy of this convention.

Keywords : *Corporate governance, pension funds, rating, layoffs, financial convention.*

JEL Classification : G34, G38, J50, J60.

INTRODUCTION

Le rôle des marchés financiers dans la vie des entreprises s'est largement accru depuis les années quatre-vingt. Alors que les principes tayloriens avaient jusque-là modelé les entreprises occidentales, l'activité économique s'est orientée, à partir de cette période, vers une recherche d'affranchissement par rapport aux contraintes spatiales et matérielles. Une part croissante de la production est aujourd'hui immatérielle, les notions de rapidité, de service et de personnalisation sont particulièrement valorisées dans les nouveaux principes mis en place par les entreprises : celles-ci décentralisent, externalisent leurs activités, adoptent des structures plus souples, en réseaux ouverts.

Cette complexification est la cause d'une perte de repères pour les individus. C'est aussi la cause d'une réduction de l'horizon temporel sur lequel les individus peuvent avoir une certaine visibilité. 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 au temps d'un projet : « dans le monde traditionnel de l'entreprise, on pouvait échanger de la stabilité et de l'assurance contre de la discipline et un certain engagement dans le travail. Ce grand *deal* est en voie d'extinction » (Veltz, 1996). Dans cette perspective, les marchés financiers, accélérateurs de l'économie mondiale, caractérisés par l'ubiquité, l'instantanéité et la virtualité, tiennent une place centrale dans la vie des entreprises : selon le courant de pensée très largement dominant (et à tort de notre point de vue), ils endossent, à travers les actions des entreprises, la responsabilité directe de la fragilisation de la relation salariale (Beffa, Boyer, Touffut, 1999).

Pour ce courant de pensée dominant, 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 ajouté à 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 (cf. Champarnaud, Romey, 2000), ils 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.

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.

$EVA = ROAI - \text{cmpe} \times CI$. « ROAI » (en anglais *NOPAT*, *net operating profits after taxes*) désigne le résultat opérationnel après impôt, « CI » correspond aux capitaux investis par l'entreprise et « cmpe » 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

Elles se sont fixées 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 et l'importance de l'actionnaire dans les discours des *managers*² tendent à appuyer l'idée de l'existence de ce que l'on conviendra d'appeler une « convention financière »³. Des exemples récents ont montré combien cette convention financière, décrite par le courant de pensée dominant comme la « dictature des marchés financiers et des fonds de pension », qui confond et réduit l'intérêt de l'entreprise à celui de l'actionnaire, était rejetée par les victimes des licenciements, mais aussi par la société et la plupart des parties prenantes à la vie de l'entreprise⁴.

La question que nous posons ici, est celle de la viabilité des entreprises dont les dirigeants érigent l'intérêt de l'actionnaire en seul objectif, c'est-à-dire utilisent la convention financière comme moyen de coordination et de direction. En effet, lorsque des dirigeants annoncent des suppressions d'emplois et/ou des réductions d'effectifs au nom de l'intérêt des seuls actionnaires, la légitimité de cette décision est fortement, voire violemment contestée. Les principes de la convention financière, sur laquelle s'appuient les dirigeants pour prendre leurs décisions, sont-ils viables : les salariés, les actionnaires, les clients, les fournisseurs, et d'une manière générale les parties prenantes à la vie de l'entreprise, peuvent-ils les accepter comme des principes rationnels et légitimes⁵ de direction des entreprises ?

Dans un premier temps, nous définirons le terme de « convention financière » et son contexte d'utilisation, puis nous analyserons les principes, sur lesquels elle repose, et leur traduction

indicateurs traditionnels restant systématiquement utilisés et ayant un effet direct sur les décisions prises par les dirigeants.

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.

³ Le terme de « convention financière » doit d'ores et déjà être précisé : il ne désigne pas une convention comptable (au sens de la comptabilité financière), ni une convention des marchés financiers (ce n'est pas une convention qui existe sur les marchés financiers), mais plus une convention à *propos* des attentes des marchés financiers.

⁴ Le plus emblématique est, bien entendu, le cas de Michelin qui annonçait, le 8 septembre 1999, au cours de la même conférence aux analystes et journalistes financiers une hausse importante de son résultat net et la suppression de 7 500 emplois sur trois ans.

Il faut bien entendu ajouter les cas plus récents de Danone et Mark's Spencer qui ont été eux aussi à l'origine d'importants mouvements sociaux et politiques. On peut citer aussi Cellatex à Givet où les salariés ont menacé, en juillet 2000, de faire exploser leur usine s'ils n'obtenaient pas un plan social « haut de gamme », et ont déversé de l'acide sulfurique dans la rivière proche ; ou encore ceux d'Adelshoffen, près de Strasbourg qui ont menacé de faire exploser l'usine avec des bonbonnes d'acétylène. Plus récemment encore, cette menace a été utilisée par les salariés Moulinex de Cormelles en novembre 2001.

⁵ Ces principes sont-ils, selon les termes de Thévenot (1989), « raisonnables en deux sens » : peuvent-ils être considérés comme raisonnables car, d'une part, ils expliquent « les raisons sur lesquelles une personne s'appuie pour agir, ou la raison qui régit sa décision rationnelle » (principe de rationalité) et d'autre part, parce que « les bonnes raisons d'agir doivent être compréhensibles, acceptables, objectivables, justifiables, au regard d'autres personnes » (principe de légitimité) ? En choisissant ce questionnement, notre analyse adopte le modèle théorique des *économies de la grandeur* (Boltanski, Thévenot, 1991 ; Boltanski, Chiapello, 1999) qui nécessite de se coordonner autour de principes rationnels et légitimes.

dans la stratégie et les décisions de l'entreprise, en particulier en ce qui concerne les décisions de licenciements. Dans un deuxième temps, nous considérerons l'appréciation de l'application de la convention financière par les marchés financiers lorsque cette dernière se traduit par des licenciements, pour enfin conclure sur la question de la légitimité de la convention financière.

1. LA CONVENTION FINANCIÈRE ET SA TRADUCTION DANS LES DÉCISIONS DES ENTREPRISES

Au cours des dernières années, les marchés financiers semblaient exiger des entreprises un rendement de l'action de l'ordre de 15 % par an. Cette valeur était apparue comme l'expression synthétique des attentes des actionnaires (et plus particulièrement des fonds de pension américains). L'aspect conventionnel de ce taux de rendement (les fonds de pension annonçant ce taux comme leur objectif de croissance et les entreprises annonçant leur volonté d'y faire correspondre le rendement de leur titre) nous conduit à en rechercher les fondements et les appuis à travers la notion de « convention financière ».

1.1. Les fondements de la convention financière

C'est dans le chapitre 12 de sa *Théorie générale de l'emploi, de l'intérêt et de la monnaie* (J. M. Keynes le qualifie de « digression [...] dont les conclusions devront surtout s'inspirer de l'observation pratique des marchés et de la psychologie des affaires ») que le concept de « convention » apparaît comme pouvant être lié aux marchés financiers.

« Dans la pratique, nous sommes tacitement convenus, en règle générale, d'avoir recours à une méthode qui repose à vrai dire sur une pure *convention*. Cette convention consiste essentiellement - encore que, bien entendu, elle ne joue pas toujours sous une forme aussi simple - dans l'hypothèse que l'état actuel des affaires continuera indéfiniment à moins qu'on ait des raisons définies d'attendre un changement. Ceci ne signifie pas que nous pensions réellement que l'état des affaires continuera indéfiniment. [...] Dans la pratique nous supposons, en vertu d'une véritable convention, que l'évaluation actuelle du marché, de quelque façon qu'elle ait été formée, est la seule *correcte*, eu égard à la connaissance actuelle des faits qui influenceront sur le rendement de l'investissement, et que ladite évaluation variera seulement dans la mesure où cette connaissance sera modifiée [...]. En fait, il entre dans l'évaluation du marché toutes sortes de considérations qui n'ont aucun rapport avec le rendement futur » (Keynes, 1969).

Dans ce paragraphe, Keynes montre l'importance de la convention comme facteur de stabilité dynamique de la coordination marchande. D'une part, la convention permet de garantir la stabilité des évaluations, tant qu'elle est respectée et que la coordination s'appuie sur cette convention⁶ ; d'autre part, la convention postule la justesse de la représentation commune traduite par l'évaluation.

Keynes définit donc cette convention des marchés financiers comme l'hypothèse que l'évaluation faite par les acteurs des marchés financiers est juste, c'est-à-dire qu'il n'y a pas de décalage entre la valeur issue des transactions et la valeur « théorique » du titre. Cette convention de « normalité », selon les termes d'A. Orléan (1999), apporte aux investisseurs « une certaine sécurité dans l'évaluation de leur richesse financière et, d'autre part, la

⁶ « Néanmoins la méthode conventionnelle de calcul indiquée ci-dessus est compatible avec un haut degré de continuité et de stabilité dans les affaires, *tant que l'on peut compter sur le maintien de la convention* » (Keynes, 1969).

reconnaissance sociale de cette évaluation ». La théorie économique orthodoxe fait une hypothèse semblable lorsqu'elle énonce que les prix sur les marchés financiers reflètent pleinement et correctement toute l'information disponible à l'instant considéré. Il convient cependant de distinguer la convention keynésienne des marchés financiers de l'hypothèse orthodoxe d'efficacité des marchés financiers : la première, selon la lecture d'A. Orléan, suppose que le prix reflète pleinement et correctement toute l'information disponible « relativement aux capacités cognitives des intervenants sur le marché », alors que l'hypothèse d'efficacité orthodoxe suppose que le prix rend parfaitement compte de la valeur fondamentale⁷ de l'entreprise⁸.

Nous situons le cadre de notre réflexion sur la convention financière dans celui tracé par Keynes⁹. Toutefois, si nous utilisons le terme de « convention financière » au lieu de « convention des marchés financiers », c'est qu'il nous semble que la question de l'évaluation des entreprises par les acteurs des marchés financiers dépasse le strict cadre de l'analyse de ces marchés. Si la convention décrite par Keynes se limite aux évaluations faites sur les marchés financiers, la convention financière en constitue l'extension dans l'économie « réelle », celle des entreprises, des clients, des salariés, des fournisseurs et des citoyens en général. En effet, en postulant que l'évaluation des marchés financiers traduit correctement l'état économique « fondamental » de l'entreprise, la convention financière déplace l'objectif de réussite de l'entreprise à travers la génération (et le maintien) de profits vers un objectif d'amélioration rapide du cours de l'action.

C'est ainsi que la convention financière apparaît au plus grand nombre comme la « dictature des marchés financiers et/ou des fonds de pension ». Elle est alors perçue comme une évidence qui s'impose aux chefs d'entreprise, une réalité incontournable. Elle constitue un modèle¹⁰ (Jeammaud, 1990) qui structure le discours et les actes des dirigeants d'entreprise. La convention financière est donc la représentation de ce que le conseil d'administration et les dirigeants de l'entreprise pensent être les attentes des actionnaires ; elle s'exprime à travers la compréhension et la mise en œuvre par le conseil d'administration et les dirigeants de la *corporate governance*.

Dans l'esprit des dirigeants d'entreprise, la convention financière repose sur le rôle prépondérant des marchés financiers dans le financement des entreprises, mais aussi sur l'hypothèse que les marchés financiers évaluent correctement les entreprises et soutiennent par leur financement (en attendant, bien entendu, un retour sur investissement) celles qui sont performantes. Une entreprise, qui adopte cette convention comme règle de fonctionnement, s'appuie, dans ses relations avec les marchés financiers, sur la recherche de l'adhésion des investisseurs à son projet : l'appréciation du cours de l'action apparaissant alors à la fois

⁷ La valeur fondamentale est égale à la valeur actuelle de la suite illimitée des dividendes escomptés ou bien, si l'entreprise cesse son activité, à la série des dividendes actualisés uniquement jusqu'à la fin de l'exploitation à laquelle on ajoute la valeur résiduaire actualisée de l'entreprise à la date de la cessation d'activité.

⁸ On retrouve ici la distinction entre la rationalité limitée, liée aux capacités cognitives limitées des intervenants sur le marché et la rationalité substantielle, qui dote les individus de capacités de calcul infinies.

⁹ « L'état de la prévision à long terme est souvent assez stable ; et lors même qu'il ne l'est pas, les autres facteurs exercent leurs effets compensateurs. Ce que nous voulons simplement rappeler, c'est que les décisions humaines engageant l'avenir sur le plan personnel, politique ou économique ne peuvent être inspirées par une stricte prévision mathématique, puisque la base d'une telle prévision n'existe pas ; c'est que notre besoin inné d'activité constitue le véritable moteur des affaires, notre cerveau choisissant de son mieux entre les solutions possibles, calculant chaque fois qu'il le peut, mais s'effaçant souvent devant les impulsions dues au caprice, au sentiment ou à la chance » (Keynes, 1969).

¹⁰ La notion de « modèle » doit se comprendre ici plus comme un guide pour l'action (comme le patron du couturier) que comme une procédure à suivre strictement à la lettre.

comme le signe tangible d'une meilleure performance économique de l'entreprise et comme susceptible d'en être à l'origine selon une hiérarchie enchevêtrée relevant des « paradoxes de l'erreur créatrice » que sont les prophéties auto-réalisatrices (Dupuy, 1992).

Pour les dirigeants d'entreprise, la convention financière repose donc sur l'idée que l'entreprise doit se rendre crédible auprès des investisseurs sous peine d'être sanctionnée par eux : il s'agit, pour elle, de faire comprendre aux investisseurs, à travers les signaux qu'elle émet, que son projet est digne de crédit(s). Cette communication passe en particulier par l'intermédiaire des annonces que l'entreprise fait sur ses décisions et sur leurs résultats (attendus ou déjà obtenus). Les entreprises doivent donc apprendre à communiquer, à travers leurs décisions et leurs actes, avec les marchés financiers. La recherche de la satisfaction des attentes des marchés financiers (le plus souvent des fonds de pension) passe par celle de la satisfaction de l'actionnaire, notamment à travers la « création de valeur pour l'actionnaire », c'est-à-dire l'adoption d'indicateurs de gestion comme l'EVA (*Economic Value Added*).

1.2. La *corporate governance* : traduction de la convention financière dans l'entreprise

Le choix de faire de l'EVA un des indicateurs principaux du pilotage stratégique d'une entreprise ne se conçoit qu'assorti à un certain nombre de principes de gestion. Ces principes sont ceux de la *corporate governance*. Les grands fonds de pension américains ont élaboré des chartes définissant les principes applicables dans les entreprises qui souhaitent voir entrer dans leur capital ces fonds de pension.

Il existe de nombreuses chartes de *corporate governance*, issues des grands fonds de pension américains ou anglais (*CalPers*, *Templeton*, *Fidelity*...) ou d'organisations comme l'OCDE (organisation de coopération et de développement économique) ou le MEDEF (mouvement des entreprises de France). Toutefois, ces chartes peuvent être réparties en deux catégories selon la conception qu'elles ont de l'intérêt social de l'entreprise (au sens juridique). Alors que la première réduit l'intérêt de l'entreprise à celui des actionnaires (conception *shareholder*), la seconde estime que l'intérêt de l'entreprise est celui de ses cocontractants (actionnaires, salariés, créanciers), c'est-à-dire celui des parties prenantes à l'activité de l'entreprise (conception *stakeholder*). Ces chartes définissent les règles devant être respectées dans les relations entre l'entreprise et ses actionnaires, pour que ces fonds investissent dans les entreprises.

Les principes de *corporate governance* reposent sur l'idée que l'actionnaire doit pouvoir maximiser la valeur de son investissement à travers le regard qu'il peut porter sur les investissements faits par l'entreprise et, plus généralement, que l'actionnaire doit avoir un droit de regard sur les décisions prises et mises en œuvre par l'entreprise. Ces principes reposent également sur l'idée (issue de la crise de 1929) que la séparation de la propriété (les actionnaires) et de la fonction de direction (les *managers*) influence la performance des entreprises (Berle, Means, 1932), dans la mesure où les actionnaires ont avantage à ce que les dirigeants d'entreprise et eux-mêmes aient les mêmes intérêts.

Concrètement, cela se traduit par une transparence accrue des comptes de l'entreprise et par une information plus large et plus complète des investisseurs selon des règles préétablies. Dans la lignée de la théorie de l'agence, les chartes de *corporate governance* ont vocation à contrebalancer les asymétries d'informations entre les actionnaires et les dirigeants de l'entreprise (pour une revue de la littérature sur les liens entre théorie de l'agence et *corporate governance*, cf. Schleifer, Vishny, 1997 ; Charreaux, 1991, 1994).

1.3. De la *corporate governance* au licenciement réflexe : le poids de la convention financière dans la gestion de l'emploi

Les chartes de *corporate governance* ne donnent aucune indication quant à la gestion des ressources humaines, qui pourrait être valorisée par les fonds de pension. On ne peut donc déduire *a priori* une position des fonds de pension favorable ou adverse à l'emploi. Pourtant, les marchés financiers, l'exigence de rendement à court terme, sont couramment montrés comme à l'origine de licenciements : l'actionnaire contraindrait (par la menace de son départ du capital de l'entreprise) les dirigeants à licencier pour améliorer rapidement les résultats comptables de l'entreprise et ainsi atteindre les 15 % de rendement considérés, selon la convention financière, comme les « abrégés du vrai et du bon » de la gestion d'entreprise (Riveline, 1983)¹¹.

L'idée d'un licenciement réflexe, conditionné par l'évolution d'un très petit nombre d'indicateurs (en particulier financiers), contredit l'importance donnée dans les discours managériaux aux hommes et à leur capacité d'innovation et de réactivité. Les travaux de Chevalier et Dure (1994), ainsi que ceux de Beaujolin (1997), laissent penser qu'il existerait une automaticité entre l'évolution de certains ratios et les décisions de licenciement. Lorsque ces auteurs abordent la question du licenciement sous l'angle d'un réflexe de gestion du même type qu'un « enchaînement machinique » (Capron, 1997), ils considèrent généralement que le *stimulus* peut être un signe donné par les marchés financiers (baisse du cours de l'action ou désengagement d'un actionnaire important) ou le passage d'un indicateur de gestion en deçà d'une certaine valeur (baisse du chiffre d'affaires, diminution des parts de marché ou productivité inférieure à celle des concurrents après *benchmarking*).

Lorsque l'on recherche la façon dont le licenciement réflexe, l'enchaînement machinique de la décision de licencier, s'est construit comme la réaction automatique à certains indicateurs, on trouve dans les arguments des directions d'entreprises la volonté de répondre aux exigences des marchés financiers. Le passage de ce qui devrait se concevoir comme une situation de gestion à une situation de crise (Midler, 1994)¹² repose alors sur une routine et une perception des attentes des marchés financiers à l'égard des entreprises, qui s'est construite au cours des quinze dernières années au point de devenir, dans certaines entreprises, un comportement permanent (Beaujolin, 1997).

Pour se conformer à ce que les dirigeants pensent être l'exigence de rendement des marchés financiers (et plus précisément des fonds de pension), les entreprises mettent donc en place les moyens d'un rendement rapide pour l'actionnaire à travers des mesures d'économie sur la masse salariale. Si nous nous joignons au constat de Chevalier et Dure et de Beaujolin (qui est celui de l'importance de la convention financière dans les décisions des dirigeants d'entreprises), nous ne nous rallions pas à leur analyse lorsqu'elle conduit à considérer les licenciements comme satisfaisant les marchés financiers. Ce qui nous semble être en cause ici est bien plus la convention financière, c'est-à-dire les représentations sur lesquelles se fondent les dirigeants d'entreprises (et la manière dont ils les mobilisent), que le

¹¹ En situation d'incertitude, les indicateurs de gestion ont vocation, selon Riveline, à permettre de formuler des jugements ou des choix à partir « d'abrégés du vrai et d'abrégés du bon » qu'ils « incarnent » tant dans leur dimension chiffrée (par exemple « le rendement de l'action est de 12 % » est un abrégé du vrai), que dans la conception du monde qu'ils véhiculent (par exemple « le rendement de l'action doit être de 15 % pour satisfaire les fonds de pension américains » est un abrégé du bon).

¹² La situation de gestion s'oppose à la situation de crise, dans la mesure où la situation de gestion suppose un accord sur les finalités globales de l'action et une intériorisation des contraintes liées à l'action, alors que dans la situation de crise, ce cadre de contraintes propre à la situation n'est plus intériorisé par les participants de l'interaction.

fonctionnement des marchés financiers, ainsi que le statut et le poids des fonds de pension dans l'économie.

2. CONVENTION FINANCIÈRE ET MARCHÉS FINANCIERS : DE LA TRADUCTION AU PARADOXE

La référence à la « création de valeur », très présente dans le discours managérial, structure la rhétorique de la convention financière. À tel point, qu'il nous semble que cette référence « finit par en devenir suspecte : 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 » (Lordon, 2000). Cependant, les excès de ce discours sont couverts par les évolutions de la structure des marchés financiers : les fonds de pension prennent de plus en plus de place dans le capital des entreprises, partout dans le monde, contrôlent de plus en plus fortement les entreprises et prennent part aux votes des assemblées d'actionnaires. Les marchés financiers jouent un rôle croissant dans l'économie.

En dépit de cela, et paradoxalement, de nombreuses études¹³ montrent que les marchés financiers ne réagissent pas d'une façon particulièrement positive aux licenciements, notamment lorsque ces derniers résultent de l'application de ce que nous avons appelé la « convention financière » : la gestion des entreprises, qui licencient pour se conformer à la convention financière, est mal perçue par les marchés financiers, les marchés financiers ne considèrent pas la convention financière comme reflétant leur intérêt.

2.1. Les études du lien entre cours de bourse et décision de licenciement¹⁴

L'étude de référence en ce domaine est celle de Abowd *et alii* (1990) qui s'appuie sur l'analyse de 452 événements en 1980 pour 154 entreprises et 195 événements en 1987 pour 102 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 l'augmentation du cours de l'action et les réductions d'effectifs.

¹³ Ces études d'« événements » analysent 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'étendent ces études d'événements, est assez longue (de 1970 à nos jours). Malgré les différences de contexte historique et économique, ces études montrent des résultats particulièrement convergents, ce qui nous semble renforcer la généralité de notre propos et de ses conclusions.

¹⁴ 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.

Cette observation a été approfondie par Worrell *et alii* (1991) dans une étude portant sur 194 entreprises entre 1979 et 1987. Les rendements anormaux sont appréciés sur une période allant de - 90 à + 90 jours après l'événement. Ces rendements sont de - 2 % en moyenne. Il est intéressant de constater 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 41 événements entre - 10 et + 3 jours est de - 0,57 % sans distinction du motif de licenciement.

Le travail d'Abraham et Kim (1999), portant sur 368 entreprises ayant annoncé des licenciements sur la période 1993-1994 aux États-Unis s'est focalisé sur la semaine autour de 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) 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.

Une autre étude d'Hubler et Schmidt (1999), appliquée à des entreprises françaises, prolonge ces résultats. Dans leur précédente étude (1996), le rendement anormal apparaissait le jour de l'annonce de la décision de licenciement, alors que dans la période récente, le rendement anormal apparaîtrait cinq jours plus tôt. On peut alors supposer que le glissement perçu par Farber et Hallock est 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, 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 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.

2.2. Les investisseurs et la performance économique et sociale de l'entreprise

Un autre aspect de cette réflexion concerne le lien entre « performance sociale » de l'entreprise et performance économique et financière. 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 %.

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. Cette étude confronte les indicateurs de rentabilité comptable et le Q de Tobin¹⁵ sur un intervalle [- 1 an ; + 1 an] de dix-sept entreprises ayant licencié 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.

Le travail de Cascio *et alii* (1997) distingue les situations qui ont mené au licenciement. Cette étude se fonde sur l'analyse des décisions d'emploi de 537 entreprises au cours de la période 1981-1992. Pour l'ensemble de ces entreprises, cela fait 5 479 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 : (H1) Les variations d'effectifs sont sans effet sur la rentabilité brute de l'année et des deux années suivantes ; (H2) 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 soutient l'idée 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 du directeur des ressources humaines, évoqué par Beaujolin à propos des licenciements 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'emploi » rapportait 63 %, alors

¹⁵ 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.

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 : réduire les effectifs uniquement pour réduire les coûts ne mène pas à une amélioration du cours de l'action. 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 le secteur d'activité de l'entreprise.

2.3. Les facteurs non financiers pris en compte par les décisionnaires sur les marchés financiers

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 les sources. Elle a été menée auprès de 275 gestionnaires de portefeuille 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 300 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, pour 60 % d'entre eux, cette influence représente entre 20 et 50 %. En moyenne, 35 % de la décision d'investissement sont dirigés 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 classe par ordre d'importance ces informations. 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 appuyer 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 pouvait 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.

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 (Morin, 1999 ; Maréchal, 1998)¹⁶. 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 l'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 méthodes d'évaluation (Batsch, 1999 ; Dubois, Raffegau, 1988) ; elle ne se limite pas à une anticipation court-termiste. On peut donc en conclure : d'une part, que les marchés financiers ne fonctionnent pas selon les termes de la convention financière, et d'autre part, que les marchés financiers n'adhèrent pas à la convention financière. Cette double conclusion, qui pouvait sembler paradoxale, pointe l'inadéquation de la convention financière comme moyen de direction des entreprises destiné à optimiser le cours de l'action. En tant que telle, la convention financière n'est ni efficace (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 efficiente (la convention financière est une représentation erronée des attentes des marchés financiers, puisque le modèle de gestion qu'elle propose n'est pas reconnu comme meilleur par les acteurs des marchés financiers) : la convention financière est une mauvaise traduction, ce qui conduit à une coordination dysfonctionnelle.

¹⁶ 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 % (données citées par O'Sullivan, 2000).

CONCLUSION : DYSFONCTIONNEMENTS ET ILLÉGITIMITÉ

En mettant en place une stratégie de gestion de court terme et de réduction drastique des coûts les plus faciles à réduire (à travers notamment le *downsizing*, le *benchmarking* systématique et les externalisations d'activité), les entreprises adoptent des comportements typiques de la convention financière qui ne constituent pas nécessairement une bonne nouvelle pour les parties prenantes à leur vie. De la même manière, l'adoption par une entreprise de la convention financière ne semble pas être pour les marchés financiers, et en particulier pour les fonds de pension, le gage d'une stratégie prometteuse : ils y voient même l'absence de stratégie d'entreprise et anticipent plutôt de mauvais résultats.

De même, lorsque les dirigeants d'une entreprise, en se conformant à la convention financière, 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'adoption de la convention financière mettent en péril l'entreprise et ses *stakeholders*. La convention financière, lorsqu'elle se traduit par des licenciements, est à l'origine d'une coordination économique dysfonctionnelle de l'entreprise avec son environnement. L'acceptabilité de la convention financière ne semble pas plus assurée dans les autres registres de la vie sociale : sur le plan de la gestion des ressources humaines¹⁷, comme sur le plan des relations salariales (Michelin, Adelshoffen, Moulinex suffisent à montrer combien ces licenciements sont rejetés violemment), mais aussi sur le plan juridique¹⁸ et sur le plan politique (comme les débats¹⁹, qui ont suivi l'augmentation du cours de l'action Michelin, l'ont montré).

¹⁷ D'après une enquête récente (Monsavoir, 2000), « la baisse du cours de l'action ne joue pas un rôle important dans la décision de restructuration », même si paradoxalement, « près d'un DRH sur deux considère que la recherche d'une valorisation financière par les actionnaires légitime la restructuration ». Ainsi, les restructurations (qui ne peuvent être réduites aux seules opérations de licenciement, car les restructurations peuvent se faire sans qu'il y ait le moindre licenciement) ne sont pas un remède à un cours de l'action trop bas (ou qui chute), mais peuvent s'insérer dans un cadre d'actions destinées à améliorer le cours de bourse. Cette perception est assez proche de ce que les études d'événements ont montré.

¹⁸ Il convient de préciser que la convention financière (entendue comme la volonté des dirigeants d'augmenter le cours de l'action) n'est pas exclue *a priori* par le droit comme justification de licenciements économiques : il n'existe pas à ce jour de texte de loi ou de jurisprudence qui permette de trancher indiscutablement cette question. On peut cependant douter que ce motif soit accepté par les juges qui pourraient être amenés à statuer sur le caractère réel et sérieux de ce motif de licenciement. Ce motif n'a d'ailleurs pas beaucoup de sens dans la mesure où l'évaluation de l'entreprise ne modifie pas ses moyens de production. Ainsi, la valorisation de Thomson Multimedia à un franc n'a en rien changé sa capacité de production et d'innovation.

De plus, du strict point de vue juridique, les décisions prises par les dirigeants d'entreprise ne peuvent aller à l'encontre de l'intérêt de l'entreprise comme personne morale, c'est-à-dire de l'intérêt de ses cocontractants (ce qui inclut les salariés, les actionnaires, les clients et les fournisseurs). On peut donc supposer que le seul intérêt des actionnaires, concrétisé par l'augmentation du cours de l'action, ne peut constituer à lui seul une justification économique de la décision de licenciement économique collectif, ni correspondre à l'intérêt social de l'entreprise.

Si la convention financière ne permet pas à la coordination des différents acteurs économiques d'avoir lieu, c'est qu'elle ne traduit pas un bien commun supérieur (Boltanski, Thévenot, 1991) : elle n'est pas légitime. La convention financière ne peut donc être considérée comme susceptible de garantir la viabilité d'une entreprise : une entreprise qui aurait pour seul objectif de satisfaire ses actionnaires par un rendement de l'action élevé à court terme ne pourrait maintenir sa cohésion et son activité sur le long terme.

La convention financière n'est pas une réalité qui s'impose à l'entreprise : elle est la traduction erronée des attentes des actionnaires. Il résulte de cette erreur de traduction et de représentation que les décisions s'appuyant sur les principes de la convention financière ne permettent pas à l'entreprise de se coordonner avec son environnement : sa performance économique en pâtit, le cours de l'action est dévalorisé et son climat social est atteint. La convention financière est illégitime. Si l'argumentation financière était légitime, cela induirait la validation de l'approche *shareholder*, qui institue la satisfaction de l'actionnaire comme seul objectif de l'entreprise. Son illégitimité montre, selon nous, la légitimité d'une approche *stakeholder*, qui nécessite l'existence d'un compromis et d'une nouvelle répartition du pouvoir dans l'entreprise entre les parties prenantes.

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., « 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, finance 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.
- BERLE A., MEANS G., 1932, *The Modern Corporation and Private Property*, MacMillan.
- BESSIRE D., 1998, « Valeur actionnariale : création ou répartition de richesse ? », *Working Paper* de l'IAE.
- BOLTANSKI L., CHIAPELLO E., 1999, *Le nouvel esprit du capitalisme*, NRF Essais, Gallimard.
- BOLTANSKI L., THÉVENOT L., 1991, *De la justification, Les économies de la grandeur*, NRF Essais, Gallimard.
- BOYER R., ORLÉAN A., 1994, « Persistance et changement des conventions, deux modèles simples et quelques illustrations », *Analyse économique des conventions*, sous la direction de A. Orléan, PUF.
- BOYER T., 1999, L'évaluation des entreprises par les acteurs des marchés financiers, et les conséquences sur les décisions d'emploi, Rapport remis à la Dares en août.
- CAPRON M., 1997, « L'emploi à l'épreuve des instruments de gestion », *Cadres CFDT*, n° 380, octobre.

¹⁹ Après l'augmentation fulgurante (mais très temporaire) de 12,5 % du cours de l'action Michelin lors de la séance du 9 septembre 1999, « s'ensuivaient un "scandale Michelin" dans l'opinion, une "affaire Michelin" dans la majorité, un "amendement Michelin" au Parlement et même un "débat Michelin" au Parlement européen » (*Libération* du 15/11/1999).

- 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.
- CHARNESS G., LEVINE D., 1999, « When are Layoffs Acceptable ? Evidence from a Quasi-experiment », *Working Paper*, Universitat Pompeu Fabra, Abril.
- CHARREAUX G., 1991, « Structures de propriété, relation d'agence et performance financière », *Revue économique*, vol. 42, n° 3, mai.
- CHARREAUX G., 1994, « Conseils d'administration et pouvoirs dans l'entreprise », *Revue d'économie financière*, n° 31, hiver.
- CHEVALIER P., DURE D., 1994, « Quelques effets pervers des mécanismes de gestion », Dossier « Pourquoi licencie-t-on ? », *Annales des Mines – Gérer et comprendre*, septembre.
- D'ARCIMOLES C.-H., 1999, « Les investisseurs face à la performance sociale de l'entreprise », *Revue française de Gestion*, n° 122, janvier-février.
- 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*, Autumn, pp. 4-23.
- DUBOIS F., RAFFEGEAU J., 1988, *L'évaluation financière de l'entreprise*, Que sais-je ?, PUF.
- DUPUY J.-P., 1992, *Introduction aux sciences sociales – Logique des phénomènes collectifs*, Ellipses.
- EYMARD-DUVERNAY F., 1989, « Conventions de qualité et forme de coordination », *Revue économique, L'économie des conventions*, vol. 40, n° 2, mars.
- EYMARD-DUVERNAY F., 1994, « Coordination des échanges par l'entreprise et qualité des biens », in Orléan A., (éd.) *Analyse économique des conventions*, 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.
- GREENE D., 1999, « Measures that Matter, The Path of Intangible Value », *Your Brand and the Bottom Line Conference*, The Ernst and Young Center For Business Innovation, 25 février.
- 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'évènements », *XIIIèmes journées nationales des IAE*, ESUG de Toulouse, tome 1.
- 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.
- JEAMMAUD A., 1990, « La règle de droit comme modèle », *recueil Dalloz Sirey*, 28^{ème} cahier, chron. XXXIV.
- KEYNES J. M., 1969, *Théorie générale de l'emploi, de l'intérêt et de la monnaie*, Bibliothèque scientifique Payot.
- LAMY, 2000, *Lamy Social – Droit du travail, charges sociales*, Éditions Lamy.
- 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.
- MARÉCHAL A., 1998, « Les critères d'investissement des grands gestionnaires de fonds internationaux dans les entreprises françaises », *Bulletin mensuel COB*, n° 322, mars.
- 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.
- MIDLER C., 1994, « Évolution des règles de gestion et processus d'apprentissage : une perspective cognitive », in A. Orléan (ed.), *Analyse économique des conventions*, PUF.

- MONSAVOIR M., 2000, « La fonction DRH dans la tourmente », *Des restructurations et des hommes*, sous la direction de T. Lemasle et P-E. Tixier, Dunod.
- 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*, Rapport remis à la Dares en juillet.
- 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.
- ORLÉAN A., 1999, *Le pouvoir de la finance*, Odile Jacob.
- PÉLISSIER J., 1992, « La cause économique du licenciement », RJS, 8-9/92, p. 527-533.
- RIVELINE C., 1983, « Nouvelles approches des processus de décision : les apports de la recherche en gestion », *Futuribles*, mars.
- SCHLEIFER A., VISHNY W., 1997, « A Survey of Corporate Governance », *Journal of Finance*, vol. LII, n° 2, June.
- SERVAIS O., 1995, « Formes de la rationalité et instrumentation de gestion : la décision de licenciement », *Comptabilité et gestion des ressources humaines*, colloque du 12 juin 1995, ESUG et LIRHE, Presses de l'Université des Sciences sociales de Toulouse.
- 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.
- THÉVENOT L., 1989, « Équilibre et rationalité dans un univers complexe », *Revue économique, L'économie des conventions*, vol 40, n° 2, mars.
- VELTZ P., 1996, *Mondialisation villes et territoires, l'économie d'archipel*, PUF.
- WORRELL D., DAVIDSON I., SHARMA V., 1991, « Layoff Announcements and Stockholder Wealth », *Academy of Management*, vol. 34.