

L'influence des marchés financiers sur les politiques sociales des entreprises : le cas français

Sabine Montagne et Catherine Sauviat (*)

La présence croissante des investisseurs institutionnels dans le capital des entreprises, l'importance accordée à la valorisation boursière des entreprises, et l'annonce retentissante de quelques plans sociaux dans des entreprises a priori rentables, incitent à poser la question de l'influence des marchés financiers sur la gestion sociale des entreprises. En particulier, l'importance des participations détenues par les fonds de pension et les sociétés d'investissement (notamment américains) ravivent les interrogations sur la compatibilité durable ou le « juste équilibre » entre les intérêts du capital (exigence accrue de rentabilité incarnée par la création de valeur pour l'actionnaire) et ceux des salariés du point de vue de l'emploi et des rémunérations. Dans cet article, S. Montagne et C. Sauviat ont le grand mérite d'aborder ces questions à partir d'un travail de terrain original et rigoureux. Elles aboutissent à des conclusions nuancées, qui réfutent toute diabolisation réductrice des marchés financiers sans pour autant leur dénier toute influence. Ceux-ci exercent en effet une force de normalisation sur les pratiques de gestion de la main-d'œuvre, introduisant une partition tranchée entre une poignée de cadres jugés essentiels à la création de valeur et principaux bénéficiaires des dispositifs d'incitation financière, et le reste de la main-d'œuvre. Si des prémisses de changement dans les modes de représentation de la finance en matière de ressources humaines se font jour, le monde financier rencontre peu d'incitation à s'immiscer dans la gestion sociale. Pourtant, il n'est pas prêt à valider n'importe quelle politique sociale : certaines, de toute évidence, lui conviennent mieux que d'autres.

La question de l'impact des marchés financiers sur la gestion sociale des grandes entreprises françaises se pose surtout depuis l'arrivée massive des investisseurs institutionnels étrangers à leur capital à l'occasion des privatisations de 1993. Ils figurent aujourd'hui en bonne place dans l'actionnariat de ces entreprises, pouvant atteindre jusqu'à 50 % et plus de leur capital. Leur poids relatif est estimé globalement à plus d'un tiers de la capitalisation boursière française et ils sont à l'origine de plus de 80 % des transactions opérées sur les actions françaises cotées à la bourse de Paris⁽¹⁾. Parmi eux, les investisseurs institutionnels américains (principalement les sociétés d'investissement et les fonds de pension) sont parmi les fonds étrangers les plus présents⁽²⁾.

La recherche dont nous rendons compte ici veut répondre à la question suivante. En quoi la finance de marché, incarnée par ces investisseurs institutionnels, a-t-elle le pouvoir de modifier les pratiques de gestion sociale des entreprises, sachant qu'ils obéissent à des rationalités propres, à des temporalités spécifiques très éloignées de celles qui étaient attachées aux formes d'autocontrôle ou de

contrôle croisé entre partenaires industriels et bancaires et qui caractérisaient le capitalisme français (MORIN, 1998) ? Autrement dit, dans quelle mesure ces nouveaux actionnaires peuvent-ils contraindre ou influencer ces pratiques, en les alignant sur des normes qui sont issues d'une représentation de l'entreprise qui leur est propre, et du contexte institutionnel, réglementaire et concurrentiel américain ?

Pour répondre à cette question, nous procédons en trois temps. Nous commençons dans une première partie par dégager les sources du pouvoir acquis par les investisseurs institutionnels, notamment les investisseurs américains. Nous analysons dans une seconde partie les représentations que ces investisseurs ont de la gestion des ressources humaines au travers de trois canaux privilégiés : d'une part, au travers du dialogue engagé avec l'entreprise dans la communication financière ; d'autre part, au travers de l'évolution des méthodes des analystes financiers français, fortement influencés par leurs homologues américains dont ils épousent les standards ; enfin, au travers de leur vision du lien entre performances et licenciements. Dans une

1. Cf. CHOCRON M. et GRANDJEAN H. : « Comportements des agents économiques sur les marchés de valeurs mobilières au troisième trimestre 1999 », *Bulletin de la Banque de France*, n° 76, avril 1999.

2. Cf. *Les Echos* du 9/12/98.

(*) Chercheuses à l'IRES, Institut de Recherches Economiques et Sociales, 16 boulevard du Mont d'Est, 93160 NOISY LE GRAND (sabine.montagne@ires-fr.org ; catherine.sauviat@ires-fr.org).

troisième partie, nous cherchons à apprécier la façon dont les entreprises perçoivent et « traduisent » éventuellement les exigences de ces nouveaux actionnaires dans leur gestion et leur stratégie en matière sociale.

De ce point de vue, une transformation majeure et très récente des pratiques de gestion des ressources humaines par les entreprises françaises est mise en évidence. Cette évolution, sinon explicitement revendiquée, du moins influencée par les marchés financiers, débouche sur des pratiques de gestion des carrières et des rémunérations fortement segmentées, entre d'une part une petite population de cadres jugés essentiels au processus de création de valeur (cadres dirigeants et certains cadres aux compétences « critiques ») et d'autre part, le reste de la main-d'œuvre qui forme la grande majorité des salariés.

La méthode adoptée dans cette recherche⁽³⁾ repose en partie sur une série d'entretiens non directifs menés auprès :

- des principaux acteurs de la *pension industry* aux Etats-Unis, notamment les analystes financiers et les gestionnaires de portefeuille ;

- des responsables de cabinets de conseil, producteurs de normes et d'indicateurs de gestion directement inspirés de l'analyse financière et qui s'en font les traducteurs au niveau de la gestion opérationnelle des entreprises ;

- des responsables d'un échantillon limité de grandes entreprises françaises et des représentants des salariés de ces mêmes entreprises.

Compte tenu de la taille de l'échantillon (cf. encadré 1), il convient de souligner le caractère exploratoire de cette recherche.

Encadré 1
Caractéristiques de l'échantillon*

<i>Société</i>	<i>Interlocuteurs rencontrés</i>	<i>Secteur d'activité</i>	<i>Effectif</i>	<i>Chiffre d'affaire consolidé (mds F)</i>
A	directeur projets sociaux groupe, directeur <i>compensation, benefits</i> et systèmes d'information RH	industrie	80 000	90
B	PDG, délégué CGT au comité de groupe	industrie	170 000	100
C	directeur RH groupe, directeur du service de l'information financière et des relations avec les actionnaires, délégué central CGT d'une filiale	industrie	110 000	150
D	vice president <i>investor relations and equity financing</i> , Responsable EVA, Direction financière groupe	industrie	70 000	70
E	directeur des ressources humaines groupe	services	10 000	5
F	direction de la communication financière, relations investisseurs groupe	services	220 000	200
G	délégué CGT au comité de groupe national et européen, délégué CFDT au comité de groupe	services	280 000	400
H	directeur central groupe	finance	13 000	11
I	directeur financier groupe	finance	70 000	100
J	directeur des ressources humaines d'une filiale	finance	90 000	440

* Les secteurs d'activité ont été répartis en trois grandes catégories et les données ont été volontairement arrondies pour préserver l'anonymat des entreprises de l'échantillon.

** Dans l'échantillon, seul un groupe a été l'objet d'une OPA au cours de la période d'enquête.

Sources : d'après nos entretiens et les rapports d'activité 1999 des entreprises

3. Cf. MONTAGNE et SAUVIAT (2000).

Le pouvoir des investisseurs institutionnels

Le pouvoir des investisseurs institutionnels⁽⁴⁾ est largement fondé sur la croissance de l'épargne financière des salariés et des ménages. Ils sont devenus en quelques décennies non seulement des acteurs déterminants des marchés financiers mais aussi les principaux actionnaires des entreprises (OCDE, 2000). C'est la déréglementation des marchés financiers qui leur a fourni l'opportunité et les moyens de revendiquer leur pouvoir. Ce n'est pas un hasard si cette déréglementation se produit d'abord aux Etats-Unis⁽⁵⁾ : il s'agit de donner aux investisseurs institutionnels américains, forts d'une épargne financière croissante, soucieux de la rentabilité et de la liquidité de leurs placements et contraints pour ce faire de diversifier leurs risques, les moyens d'étendre leur sphère d'intervention, tant sur leurs marchés financiers domestiques que sur les principales places financières mondiales.

L'épargne « retraite » et l'épargne des ménages, moteurs de la puissance financière des fonds américains

Le moteur du pouvoir financier des investisseurs institutionnels américains provient principalement de l'épargne accumulée dans les fonds de pension (FP) au titre des régimes d'épargne « retraite » des salariés américains. Cette épargne est gérée pour sa plus grande part (environ 80 %) par des gestionnaires de fonds (filiales spécialisées de banque, compagnies d'assurance, sociétés d'investissement telles que les gestionnaires de *mutual funds* (MF), équivalents des OPCVM français, etc.) et valorisée sur les marchés financiers. Les régimes de retraite professionnels forment l'essentiel de ce marché (80 %)⁽⁶⁾. Ils se présentent en fait sous deux formes distinctes : les régimes à prestations définies où les employeurs financent et garantissent un niveau déterminé de retraite à leurs salariés sous forme de rente (fonction du niveau de salaire et de l'ancienneté des salariés dans l'entreprise) et les plans à cotisations définies où les employeurs sont, au contraire, dégagés de toute responsabilité financière. Dans ce dernier cas, ils laissent aux salariés le soin de cotiser à hauteur qui leur convient, et de supporter les risques

de marché associés à une épargne confiée à des gestionnaires de fonds chargés de la faire fructifier sur les marchés financiers.

Depuis les années quatre-vingt, les entreprises ferment leurs régimes à prestations définies au profit de plans à cotisations définies moins contraignants et moins coûteux, tout en étant mieux adaptés aux transformations du marché du travail américain (flexibilité de l'emploi, développement du travail à temps partiel, etc.) (APROBERTS, 2000). Cet essor des plans à cotisations définies a surtout profité aux gestionnaires d'épargne collective, les parts de *mutual funds* étant le produit généralement offert aux bénéficiaires de plans à cotisations définies. Ainsi, les gestionnaires de *mutual funds* ont connu une très forte croissance de leurs avoirs sous gestion ces dix dernières années, la plus forte de tous les investisseurs institutionnels (22 % de croissance annuelle en moyenne contre près de 12 % pour les fonds de pension)⁽⁷⁾. En même temps, ils sont parvenus à drainer une part croissante de l'épargne des ménages, grâce à l'attrait des premières SICAV monétaires lancées dans les années soixante-dix, puis de leur forte croissance dans les années quatre-vingt liée à la montée des taux d'intérêt à court terme. Ce transfert s'est fait principalement au détriment de l'épargne thésaurisée dans les banques, contraintes par une réglementation des années trente à limiter la rémunération des dépôts à vue (GOLTER, 1996).

La déréglementation financière, tremplin du pouvoir d'actionnaire des fonds américains

La déréglementation financière des années quatre-vingt, initiée par les Etats-Unis et suivie par d'autres pays, a répondu aux besoins de placement des investisseurs institutionnels (d'abord américains) en même temps qu'elle répondait aux besoins de financement des Etats et des entreprises. Aux Etats-Unis (comme ailleurs), le développement d'un des compartiments du marché financier, celui des marchés obligataires publics, est la traduction du choix opéré en faveur d'un nouveau mode de financement de la dette publique par la titrisation⁽⁸⁾ (CHESNAIS ed., 1996). L'Etat américain et les Etats qui font de même se placent ainsi sous la surveillance des marchés financiers : les investisseurs institutionnels deviennent les nouveaux arbitres de leur politique économique (LORDON, 1997).

4. On entend ici les institutions financières non bancaires qui centralisent l'épargne collective et individuelle des salariés et des ménages (fonds de pension, sociétés d'investissement dont les sociétés de gestion de *mutual funds*, compagnies d'assurance, filiales spécialisées de banques, etc.).

5. Si le Royaume-Uni dérègle ses propres marchés financiers dans la foulée des Américains, c'est également parce que les investisseurs institutionnels britanniques ont acquis une force de frappe financière très importante, du fait de la place tenue par les régimes capitalisés d'épargne retraite.

6. Les plans d'épargne individuelle en constituent la part restante (20 %), sur un « marché » évalué globalement à 12 700 mds de \$ à fin 1999 (ICI, 2000).

7. Cf. *Flow of funds accounts*, Board of governors, Federal reserve system, March 9, 2001.

8. Cette technique permet de convertir des créances en obligations négociables sur les marchés financiers.

C'est au cours de la même décennie que les investisseurs institutionnels américains commencent à expérimenter et à revendiquer un pouvoir s'exerçant cette fois sur les entreprises, au travers de leur participation active au « marché pour le contrôle des entreprises » qui se développe alors (OPA hostiles et rachat d'entreprise par leur management). Non seulement ils se portent acquéreurs des *junk bonds* destinés à financer ce type d'opérations, mais ce sont eux également qui achètent et vendent les actions lors des opérations de fusions-acquisitions (O'SULLIVAN, 2000). C'est à partir de ce moment là qu'ils commencent à contester le pouvoir des dirigeants, tandis que s'affaiblit parallèlement le pouvoir des autres parties prenantes de l'entreprise (salariés, banques etc.). Ils revendiquent leur pouvoir d'arbitrage comme principaux créanciers (obligations) et actionnaires (titulaires d'actions des entreprises cibles des OPA) décidant de l'issue du contrôle des entreprises⁽⁹⁾.

Détrônant les ménages en tant que nouveaux propriétaires des entreprises, les investisseurs institutionnels américains sont devenus les principaux acteurs des marchés boursiers. C'est entre 1965 et 1985 que s'est produit l'essentiel de ce transfert aux Etats-Unis : leur part dans la détention des actions est passée de 14 % à 45 % durant cette période tandis que celle des actionnaires individuels tombait dans le même temps de 84 % à 49 %.

Cette tendance à la concentration des actions dans les mains de puissantes institutions financières a continué à se poursuivre : aujourd'hui, les investisseurs institutionnels sont propriétaires de la moitié des actions des entreprises alors que les ménages n'en possèdent plus pour leur part que 38 %. Aux premiers rangs des détenteurs d'actions parmi les investisseurs institutionnels, on trouve les fonds de pension suivis par les gestionnaires de *mutual funds* avec respectivement 23 % et 19 % de la capitalisation boursière américaine⁽¹⁰⁾.

Des gestionnaires financiers, d'abord soucieux de la rentabilité et de la liquidité de leurs placements

Les investisseurs institutionnels gèrent des placements financiers. Selon la théorie financière, ils opèrent un arbitrage entre les rendements escomptés et

les risques associés à un type de placement. Ils sont mus avant tout par des anticipations de gains et la réalisation de plus-values en capital. Ce qui explique qu'ils puissent se retirer d'une entreprise saine et performante dont le titre est très bien coté, mais pour laquelle il n'y a plus de perspective de plus-value boursière à court terme. Ce qui explique aussi qu'ils se préoccupent tant de la liquidité de leurs placements, c'est-à-dire de la possibilité de réaliser des gains ou d'éviter des pertes en trouvant des contreparties sur le marché secondaire des titres. Et qu'ils cherchent à organiser cette liquidité en développant la négociabilité des titres à partir de techniques appropriées et toujours plus sophistiquées (ORLÉAN, 1999).

Cette recherche de la liquidité les pousse à adopter des comportements de *trader* plutôt que d'investisseurs à long terme, considérant les titres qu'ils ont acquis comme des valeurs négociables et non comme des actifs immobilisés. De plus, tant la concurrence externe entre sociétés de gestion que la concurrence interne entre gestionnaires de portefeuille au sein d'une même société⁽¹¹⁾ les incitent à multiplier les transactions. En externe, leurs performances sont scrutées par des cabinets de conseil spécialisés qui opèrent des classements réguliers de ces différents fonds et qui maintiennent ce faisant une pression concurrentielle très vive à l'intérieur du secteur. En interne, les modes de rémunération des gestionnaires de fonds basés sur les performances concourent à une accélération de la rotation des portefeuilles.

Leurs pratiques de gestion et leurs techniques financières sont, en outre, de plus en plus calquées sur celles des gestionnaires de *hedge funds*⁽¹²⁾, lesquels sont en permanence scrutés par les autres intervenants des marchés financiers et servent de référence aux *money managers*. Or ces fonds sont connus pour leur propension à modifier très rapidement et très souvent leurs positions sur les marchés, ce qui rend la distinction entre investisseur et *trader* de plus en plus ténue.

Parmi les investisseurs institutionnels, les gestionnaires de *mutual funds* sont en particulier disposés à réviser leur position et leurs engagements à tout moment : contrairement à certains fonds de pension dont l'horizon de gestion peut être relativement long pour la finance (environ cinq ans)⁽¹³⁾, ils doivent se tenir prêts en permanence à racheter les parts de leurs

9. Le groupe de MF *Fidelity* s'illustre tout particulièrement dans ce genre d'opérations et expérimente à cette occasion son pouvoir d'actionnaire en se conduisant comme un *trader*, voire un *raider* (HENRIQUES, 1997).

10. Cf. *Flow of funds accounts*, Board of governors, Federal reserve system, March 9, 2001.

11. Par exemple, au sein d'un groupe comme *Fidelity* qui comprend plus de 300 *mutual funds* individuels et qui est devenu un véritable conglomérat financier, organisé en holding dont la majorité du capital et des droits de vote sont sous contrôle familial. Le cœur de la firme est constitué par FM&RC, conseil en investissement de l'ensemble des *mutual funds* du groupe.

12. Entre les *mutual funds* et les *hedge funds*, il y a une différence de degré plus que de nature. Les *hedge funds* sont des sociétés d'investissement au même titre que les *mutual funds*. Mais à la différence de ces derniers, ils ne sont pas réglementés parce qu'ils s'adressent uniquement à de riches épargnants. D'où leurs comportements particulièrement risqués.

13. C'est le cas des fonds de pension du secteur public qui sont à prestations définies, et notamment de ceux qui gèrent leurs avoirs en interne comme CalPERS dont plus de 90 % du portefeuille de titres est géré passivement, en fonction d'un indice boursier.

clients si ces derniers sont vendeurs du jour au lendemain. Leur horizon de gestion est donc plus court, situé d'après nos interlocuteurs entre 6 mois et deux ans en moyenne. C'est pourquoi ils pratiquent une gestion très active qui a pour cible l'entreprise et font tourner leur portefeuille de titres deux fois plus vite que les fonds de pension⁽¹⁴⁾. Comme l'a souligné l'un de nos interlocuteurs, « *le moteur de notre activité, c'est la recherche de performances financières pures... la nature du contrat avec l'investisseur, c'est la performance financière, c'est pas de voter... Quand on n'est pas content, on vote avec les pieds* ».

Une diversification internationale sous contrainte

Les investisseurs institutionnels américains ont accumulé une épargne financière d'un montant tel que les marchés boursiers et obligataires domestiques ne suffisent plus à satisfaire leurs exigences de débouchés en terme de placements. Pour des besoins de diversification des risques, ils ont dû accroître leurs placements à l'étranger, en direction d'autres places financières que celles de leur marché domestique. Leur sphère d'intervention est devenue mondiale et c'est à cette échelle qu'ils opèrent désormais leurs arbitrages entre rendement et risque de portefeuille. Les fonds de pension et les gestionnaires de *mutual funds* sont ici particulièrement concernés.

De fait, on constate que les fonds de pension américains ont, depuis une dizaine d'années, augmenté notablement la part de l'investissement international dans le total de leurs placements en actions (10 % d'actions étrangères en moyenne, souvent le double pour les fonds de pension du secteur public). De même, la part des *mutual funds* investis en actions étrangères a triplé en dix ans et est aujourd'hui proche de 9 % (ICI, 1998 et ENGEN & LEHNERT, 2000).

Ces investisseurs institutionnels ont commencé par privilégier les marchés boursiers les plus liquides, ceux des grands pays industrialisés. Puis à l'intérieur de ces zones, ils ont progressivement privilégié une approche consistant à opérer directement un ciblage des entreprises, quelle que soit leur appartenance sectorielle (*bottom up*), plutôt que celle qui consistait à retenir d'abord des paramètres macroéconomiques et à sélectionner des pays (*top down*).

Qu'il s'agisse des placements des fonds de pension ou des gestionnaires de *mutual funds*, la France apparaît systématiquement parmi les tout premiers pays

d'investissement des fonds, avec le Royaume-Uni, le Japon, et l'Allemagne. Elle est par exemple au troisième rang des pays d'accueil étrangers pour les placements financiers de *CalPERS*, avec 3 milliards de \$ d'actifs concentrés pour l'essentiel dans les valeurs du CAC 40, après le Royaume-Uni (6 milliards de \$) et le Japon (5 milliards de \$)⁽¹⁵⁾. De même, la France fait partie des cibles privilégiées des fonds de *Fidelity*⁽¹⁶⁾ spécialisés en valeurs internationales, et les entreprises du CAC 40 sont souvent présentes parmi les dix premières participations du portefeuille de ces fonds (MONTAGNE et SAUVIAT, 2000). En conséquence, ce qui peut être perçu par ces investisseurs comme des « rigidités » du marché du travail français⁽¹⁷⁾ n'a jamais constitué un obstacle sérieux à leurs placements en France, de même que les deux lois sur les 35 heures votées récemment n'ont abouti à un retrait massif de leurs placements.

Représentations et pratiques des investisseurs en matière de gestion sociale

Il n'existe pas de modèle théorique traitant directement de l'appréhension par les actionnaires de la gestion sociale. Les courants académiques qui théorisent la relation de l'actionnaire à l'entreprise l'abordent essentiellement en terme de relation entre l'actionnaire et le dirigeant : c'est ce dernier qui est chargé de gérer l'entreprise. De façon schématique, on peut distinguer deux modèles polaires. Le premier situe l'actionnaire à distance de l'entreprise et ne lui confère que peu de moyens de contrôle sur le dirigeant. C'est le modèle de la séparation entre propriété du capital et gestion de l'entreprise, qui s'est traduit par les formes institutionnelles de l'actionnariat dispersé et de l'entreprise managériale, décrites par BERLE & MEANS (1932). Le second modèle justifie au contraire l'exercice d'un contrôle rapproché de l'actionnaire sur le dirigeant. Il se fonde sur la théorie de l'agence (JENSEN & MECKLING, 1976) qui permet de poser explicitement les termes de la question du contrôle. Les formes institutionnelles correspondantes sont l'actionnariat institutionnel et la *corporate governance*.

Ces deux modèles peuvent servir de support pour penser la gestion sociale d'un point de vue d'actionnaire. Dans le premier cas, la distance de l'actionnaire au processus de gestion ne lui permet qu'une

14. En 1995, les gestionnaires de *mutual funds* affichaient un taux de rotation de leur portefeuille de 42,3 % contre 24,8 % pour les fonds de pension du secteur privé et 20,7 % pour ceux du secteur public, cf. BRANCATO (1997). Voir aussi BAUDRU et KEDICHI (1998).

15. D'après l'intervention de Bill Crist à l'ORSE, Paris, 8/03/01. *CalPERS* est aujourd'hui le premier fonds de pension américain avec plus de 150 milliards de \$ d'actifs sous gestion.

16. *Fidelity* est le premier gestionnaire de *mutual funds* avec plus de 1000 mds de \$ d'actifs sous gestion au niveau mondial.

17. C'est la vision générale qui ressort non seulement de nos entretiens avec les gestionnaires de fonds américains mais qui s'affiche explicitement dans certains prospectus « marketing » destinés à attirer de nouveaux épargnants (cf. *TRP International Stock Fund*).

perception globale du social. S'il s'intéresse à la gestion sociale, ce n'est que de manière superficielle et ponctuelle, dans les situations de crise sociale. Il est donc amené à privilégier une vision en terme de conflit capital/travail, c'est-à-dire de conflit sur la création et sur le partage de la valeur ajoutée entre actionnaires et salariés. Dans ce cadre, la gestion des ressources humaines est conçue comme l'outil destiné à limiter le risque social et délégué au dirigeant. Le principe d'action qui dérive de ce modèle est un principe de non immixtion de l'actionnaire dans les décisions du dirigeant, quelles qu'elles soient.

Dans le second modèle, la possibilité d'un contrôle plus approfondi de l'actionnaire lui laisse l'opportunité d'une appréhension plus complexe de la gestion sociale. L'hypothèse selon laquelle les ressources humaines sont une source de performance pour l'entreprise peut alors être prise en compte. Cette conception s'enracine dans plusieurs courants disciplinaires : la théorie des relations industrielles (gestion stratégique)⁽¹⁸⁾, la théorie du capital humain, la théorie de l'organisation (théorie des incitations et rôle des compétences). Nos entretiens montrent ainsi que les investisseurs institutionnels peuvent être amenés à mobiliser cette seconde conception pour évaluer certains secteurs qui correspondent aux secteurs (informatique, haute technologie, finance) qualifiés parfois « d'industries du savoir » (HAGUE, 1991). Dans cette seconde perspective, l'actionnaire sera plus attentif aux moyens mis en œuvre par le dirigeant pour sélectionner et motiver les salariés. Au principe de non immixtion se substitue un principe d'investigation.

Cependant, le coût d'investigation, tant en terme de collecte que de traitement des données sociales, est de nature à dissuader l'investisseur et constitue un frein puissant à la diffusion de cette seconde vision, d'autant plus que le lien entre gestion sociale et performances financières n'est établi ni au plan théorique ni au plan empirique. En conséquence, même lorsqu'ils sont favorablement disposés par rapport à cette conception, les analystes financiers sont peu enclins à utiliser des indicateurs sur la gestion de la main-d'œuvre. Il est à cet égard significatif de constater que les méthodes d'analyse financière utilisées par les investisseurs financiers ne font aucune place à la gestion sociale. Ces méthodes quantitatives ne contiennent aucun critère social même si des projets théoriques existent (PLUCHART,

1996 ; MATHÉ et RIVET, 1995) ; notre enquête ne permet pas non plus de définir un corpus stable de représentations qui orienterait de manière systématique l'appréciation qualitative des investisseurs.

Pourtant, les investisseurs exercent effectivement une influence sur les stratégies et les politiques organisationnelles des dirigeants⁽¹⁹⁾ à travers le consensus qui existe, à un moment donné, sur le marché boursier⁽²⁰⁾. Ce consensus est constitué par des outils (méthodes d'analyse financière et ratios) et des opinions en matière de stratégies industrielles (par exemple, le recentrage sur métier principal) et en matière de politiques organisationnelles (par exemple, le recours à l'externalisation). De ce point de vue, deux transformations notables sont de nature à modifier la construction de ce consensus et la façon dont il est communiqué à l'entreprise. En premier lieu, l'évolution des méthodes d'évaluation financière améliore la pertinence de l'évaluation faite par les investisseurs institutionnels ; munis d'une connaissance technique et financière plus approfondie, ceux-ci sont en mesure d'argumenter en faveur de stratégies qui leur sont « avantageuses ». En second lieu, la communication financière entre les investisseurs et la direction de l'entreprise s'est développée. Elle est le canal par lequel les investisseurs constituent et restituent leur opinion aux dirigeants. Ces deux facteurs ne semblent pas pour autant suivis d'effets tangibles et univoques sur l'évaluation de la gestion sociale.

L'évolution de l'analyse financière

L'analyse financière, ensemble des méthodes d'évaluation de la valeur d'une entreprise, a subi des transformations notables, particulièrement sous l'effet de l'adoption des comportements financiers anglo-américains⁽²¹⁾. Le point fondamental de cette évolution réside dans le changement du type d'évaluation. L'évaluation boursière traditionnelle des années 1970-1980 est fondée sur des critères boursiers à court terme. L'évaluation contemporaine repose au contraire sur l'estimation des flux futurs à moyen terme de l'entreprise. Dans le premier cas, l'analyste définit un prix boursier de l'entreprise à partir du résultat courant de cette entreprise et des performances d'un échantillon d'entreprises comparables du secteur.

18. Selon D'ARCIMOLES (1996), le courant scientifique initié par KOCHAN conçoit les relations industrielles dans une dimension stratégique supposée améliorer la performance économique et sociale.

19. La distinction entre stratégie et politique organisationnelle mobilisée ici emprunte le cadre d'analyse établi par PALPACUER, PEREZ, TOZANLI (2000), lesquels distinguent les décisions stratégiques relatives aux portefeuilles d'activité (le périmètre d'activités) et les décisions stratégiques relatives aux systèmes de production (le « périmètre organisationnel »). Pour notre part, nous qualifions de stratégiques les pre-

mières et de politiques les secondes. Cette distinction se justifie par le constat que les financiers prennent d'abord en considération les décisions relatives aux portefeuilles d'activité et analysent moins systématiquement l'organisation. Typiquement, la gestion sociale relève de ce second niveau.

20. MONTAGNE (1999) et LORDON (1999).

21. Pour une synthèse des évolutions survenues en matière d'analyse financière, voir KOCH et TRÉMOLIÈRES (1995) et JOLLANT (1996).

Le principe de cette évaluation est une simple règle de trois : le prix de cette entreprise doit être en proportion de son résultat par rapport à cet échantillon. L'indicateur obtenu est le PER (price earning ratio), égal au ratio cours/bénéfice par action. Pour obtenir le prix, on applique le PER moyen du secteur au résultat de l'entreprise, supposé constant.

Il s'agit donc d'une évaluation instantanée, sans préoccupation des perspectives à moyen terme de l'entreprise. C'est par ailleurs une évaluation comparative puisqu'elle repose sur les performances des autres entreprises cotées. Le principal avantage de cette famille de méthodes est sa facilité d'utilisation. Elle reste donc, à ce titre, un outil très opérationnel.

L'évaluation contemporaine est au contraire plus « fondamentale »⁽²²⁾. Elle ne procède pas au départ d'une démarche comparative instantanée des valorisations boursières mais repose sur l'évaluation des perspectives bénéficiaires de l'entreprise sur le marché des produits.

Le principe de cette évaluation est d'estimer la capacité de l'entreprise à dégager des cash flow, à partir d'une compréhension détaillée de sa dynamique productive. Cette méthode mobilise donc une connaissance des activités et du processus productif qu'elle transforme en une évaluation de la capacité bénéficiaire annuelle. Cette capacité bénéficiaire est évaluée sur plusieurs années (de l'ordre de cinq ans) de manière à avoir une valeur actuelle de l'entreprise.

Contrairement à l'approche boursière, l'approche par actualisation des cash flow s'attache au processus réel de production : des précisions sur les projets d'investissement et les moyens mis en œuvre pour remplir les objectifs sont demandées aux dirigeants. Le marché financier se préoccupe de ce que fait l'entreprise au plan stratégique alors qu'il l'évaluait autrefois dans une perspective uniquement boursière. Cette méthode appréhende par ailleurs l'entreprise sur le moyen terme : des prévisions relativement précises des flux annuels sont effectuées sur cinq ans, alors qu'une valorisation par le PER nécessite seulement la prise en compte du dernier résultat annuel. L'horizon temporel s'est donc allongé. La réalité de l'entreprise est désormais saisie par une approche plus systématique et quantifiée de son futur.

Cet allongement de l'horizon temporel de l'analyse rend possible la prise en compte par les analystes financiers de décisions stratégiques ayant des

conséquences à moyen et long terme. En effet, tant que l'évaluation boursière reposait sur le seul résultat de l'année en cours, toute décision stratégique de l'entreprise ayant des conséquences à long terme n'intéressait pas les analystes. Les décisions de gestion des ressources humaines étaient donc typiquement exclues du champ de préoccupation des investisseurs, sauf les décisions engendrant des effets financiers immédiats comme les licenciements (BEAUJOLIN, 1999). Aujourd'hui, le souci d'améliorer l'évaluation fondamentale de long terme de l'entreprise nécessite de prendre en compte des éléments jusqu'alors négligés, parce que l'horizon temporel de leur ajustement était bien supérieur à celui de la valorisation boursière. Dans ce cadre, la prise en compte de la gestion sociale prend un sens, sinon devient une réalité.

L'approfondissement de la communication financière

La communication financière est une relation continue entre d'une part, le département en charge de cette fonction dans l'entreprise et, d'autre part, les analystes financiers et les gestionnaires de portefeuille, actionnaires réels ou potentiels de l'entreprise. Cette relation consiste en des conversations téléphoniques (parfois hebdomadaires), des rencontres plus formelles et des conférences semestrielles, à l'occasion de la publication des résultats de l'entreprise. Elle vise à informer les actionnaires de la santé de l'entreprise et de ses perspectives. Elle permet aux investisseurs non seulement de parfaire leur connaissance financière de l'entreprise mais aussi d'en comprendre la réalité productive, technologique, etc. Il s'instaure donc un échange d'informations entre financiers et dirigeants sur des éléments « fondamentaux » de l'entreprise et pas seulement sur des éléments boursiers, relevant de la stricte valorisation sur le marché des actions. C'est à ce titre que la communication financière pourrait constituer un facteur susceptible de promouvoir la prise en compte de la gestion sociale par les investisseurs.

A l'occasion de ces diverses rencontres, plusieurs types d'informations sont donnés aux investisseurs :

- des informations concernant la stratégie du groupe (les grandes directions et projets de développement, le type de produits que le groupe souhaite développer, etc.) ;
- des informations chiffrées et relativement standardisées (celles qui figurent dans les rapports

22. La micro-économie financière distingue la valeur fondamentale, valeur dite réelle, et la valorisation boursière. Cette valeur réelle est déterminée par rapport aux données objectives classiques de la micro-

économie, dotations initiales, préférences des agents, technologies. La valorisation boursière suppose au contraire une dynamique propre des cours boursiers, cf. TADJEDDYNE (2000).

annuels, dans les comptes présentés chaque semestre ou trimestre selon les cas⁽²³⁾);

– enfin des informations sur les technologies utilisées et à venir.

Les données quantitatives doivent rendre compte non seulement des tendances passées mais avoir un caractère prospectif et fixer à tout le moins des objectifs pour l'année en cours (croissance du CA ou du bénéfice, parts de marché, perspectives de rentabilité, etc.); de surcroît, elles sont déclinées au niveau sectoriel, au travers de la publication des résultats par segment d'activité⁽²⁴⁾ ou par zone géographique.

En matière de gestion sociale, on observe cependant que les demandes des analystes sont quasiment inexistantes. En effet, les responsables de la communication financière déclarent ne pas avoir (ou avoir très peu) de questions directes en matière de gestion des ressources humaines, d'emploi ou de salaire, même si ces affirmations doivent être nuancées selon les secteurs d'appartenance de l'entreprise. C'est l'une des raisons pour lesquelles les responsables des ressources humaines ne sont jamais présents (à l'exception du cas E) lors des réunions avec les analystes financiers et les gestionnaires de portefeuille. De même, les responsables de la communication financière ne communiquent en général guère sur les ressources humaines, ni même sur les transformations à un niveau plus macro en matière de législation du travail ou de négociation collective, hormis l'information qui a trait à la gestion des ressources humaines incluse dans les rapports annuels d'activité (occupant le plus souvent une place assez réduite).

En matière d'emploi, nos entretiens indiquent que les demandes des analystes sont globalement faibles, voire inexistantes. A cet égard, les seuls ratios demandés sont des ratios de productivité du travail et des informations sur la partie variable de la rémunération liée aux performances, même si les demandes varient en fonction des secteurs concernés selon que les ratios font sens ou non. Les investisseurs sont également soucieux de connaître la politique des entreprises en matière de recrutement, de rétribution et de rétention de professionnels ou d'experts considérés comme des ressources critiques dans certains secteurs de haute technologie. « *What is your retention policy? est une question récurrente depuis deux*

ans », a souligné l'une de nos interlocutrices chez C. Enfin, toutes les réformes visant à aligner les économies européennes sur le modèle américain (flexibilisation du marché du travail, réduction des charges sociales et des coûts des systèmes de protection sociale) sont jugées très favorablement par les investisseurs institutionnels, notamment la déréglementation des services publics et les politiques de création de valeur qui aboutissent à des restructurations⁽²⁵⁾.

Une évaluation encore embryonnaire et équivoque de la gestion sociale

Les représentations de la finance en matière de gestion sociale ont été largement associées à la question des réactions boursières aux annonces de licenciements. De ce point de vue, les annonces de licenciements ont entraîné, dans les deux dernières décennies aux Etats-Unis et plus récemment en France, des augmentations du cours de bourse que les médias ont contribué à interpréter comme une règle générale du comportement boursier, valable quel que soit le contexte. Selon cette vision, les financiers applaudiraient à ce type de décision du fait qu'elle aurait des conséquences immédiates sur les coûts salariaux et donc sur le profit. Plusieurs sources d'évaluation, à la fois académiques et professionnelles, contestent cette interprétation et laissent croire au contraire à une attitude plus nuancée de la part des investisseurs.

Du côté des cabinets de conseil, on note une altération du discours sur le bien-fondé des licenciements massifs, en particulier de leurs effets sur le moyen terme : des études sur les performances des entreprises américaines sur longue période montrent que celles qui licencient n'obtiennent pas de meilleures performances boursières⁽²⁶⁾. Dans la mesure où ces cabinets contribuent à la formation des représentations mobilisées par la finance⁽²⁷⁾, ce genre de résultat peut inciter les gestionnaires de fonds qui misent sur les performances à moyen terme de quelques entreprises à analyser plus précisément les causes et les effets des licenciements annoncés, avant de prendre leur décision d'investissement.

Du côté des études académiques, la relation entre l'évolution du cours de bourse et les événements sociaux de l'entreprise n'est pas établie de manière univoque. En matière de réduction d'effectifs, les

23. Le passage aux comptes trimestriels est encore marginal en ce qui concerne les grands groupes français, la norme restant pour la majorité d'entre eux les comptes semestriels; il est tout à fait récent pour ceux qui ont franchi ce pas : C, H, I et J sont passés à la publication des comptes trimestriels en 1999.

24. Dans la banque par exemple, ces segments d'activité sont la banque de détail, la banque d'investissement, la gestion d'actifs et les résultats sont détaillés pour ces trois types de métiers.

25. Cf. prospectus d'information d'un fonds spécialisé en valeurs internationales (*TRP International Stock Fund*) du gestionnaire de *mutual funds*, *T Rowe Price*.

26. Une étude produite par *Mercer* montre ainsi que sur un échantillon de 800 entreprises nord-américaines suivies entre 1992 et 1997, le taux de progression annuel de la valeur boursière des entreprises réductrices de coûts n'a augmenté que de 16 % contre 26 % pour les autres (*le Monde* du 9 février 1999).

27. KOCH et TRÉMOLIÈRES (1995) montrent comment s'est effectuée la convergence des méthodes d'analyse des cabinets en stratégie et des méthodes d'analyse des investisseurs financiers. Cette convergence conduit à une représentation unifiée de l'entreprise, active à la fois chez les consultants en stratégie et chez les investisseurs et analystes financiers.

réactions du cours de bourse semblent varier selon les pays : positives en France mais négatives ou non significatives au Japon et aux Etats-Unis (SENTIS, 1998). Il ressort surtout de ces études que les réactions dépendent du contexte et des motivations avancées par l'entreprise : les investisseurs ne valorisent pas systématiquement les licenciements. Un changement de réaction a même été identifié aux Etats-Unis : selon FARBER & HALLOCK (1999), la réaction boursière est beaucoup moins sensible à ce type d'annonce durant la décennie quatre-vingt-dix que dans les deux décennies précédentes (1970-1990) et son ampleur dépend du type de justifications apportées par l'entreprise. Ainsi, les licenciements défensifs (fermeture d'usine, baisse de la demande) sont plus fortement sanctionnés que les licenciements « offensifs » (réorganisation, économie de coûts) qui bénéficient, dans les dernières années, d'une appréciation positive du cours boursier. Néanmoins, l'interprétation de ces réactions contrastées entre les deux périodes reste difficile car les réactions boursières sont liées à l'évolution simultanée de l'ensemble des facteurs économiques qui influencent l'entreprise. Ces études économétriques ne permettent donc pas à elles seules de cerner le type de diagnostic que les investisseurs font à propos de la gestion sociale, d'où l'intérêt de mener des enquêtes auprès des analystes eux-mêmes.

Une enquête menée aux Etats-Unis par le cabinet *Ernst & Young* (1997) montre une prise en compte croissante de critères non financiers par les analystes. Parmi les critères relevant de la gestion des ressources humaines, la crédibilité et la qualité du *top management* sont jugées beaucoup plus utiles pour mesurer la performance de l'entreprise que les politiques sociales, témoignant ainsi d'une hiérarchisation opérée par les investisseurs. En France, l'enquête effectuée par D'ARCIMOLES (1997) apporte des conclusions là encore nuancées. Les analystes interrogés reconnaissent (64 %) que la gestion sociale est un facteur de rentabilité et identifient des facteurs clés : compétence du personnel, rigueur de la gestion et du contrôle, qualité du produit, qualité du climat social. Selon eux, la rentabilité est affectée par :

- la formation, car la compétence est déterminante ;
- la politique salariale, car c'est l'élément central de motivation ;
- la masse salariale car c'est un point critique de l'équilibre financier ;
- la gestion participative car l'implication du personnel est essentielle.

Mais ils pensent majoritairement (73 %) que l'objectif d'une bonne gestion sociale est d'éviter les crises et que le véritable enjeu est dans la stratégie économique. Seulement 20 % des analystes interrogés

estiment que « *ce sont finalement les salariés qui font la différence* ». En outre, la majorité des analystes interrogés ne considère pas indispensable la diffusion des informations sur le personnel et la politique sociale. Ces différentes sources témoignent donc d'une relative inflexion des discours sur les licenciements, sans qu'on puisse identifier pour autant un changement des pratiques des financiers à l'égard de l'évaluation de la gestion sociale.

Au terme de cette partie, on peut conclure que le monde financier ne rencontre que peu d'incitations propres à investiguer plus avant dans la gestion sociale en dépit d'une connaissance accrue de l'entreprise. Il n'est cependant pas prêt à valider n'importe quelle politique sociale. Au contraire, il accompagne, voire oriente, certaines politiques sociales normatives.

Représentations et pratiques des entreprises en matière de gestion des ressources humaines

L'enquête menée auprès des responsables d'entreprises montre que la plupart des dirigeants n'établissent pas de lien direct entre les décisions de gestion des ressources humaines et une quelconque incitation qui émanerait de leurs actionnaires. Les directeurs des ressources humaines ont tendance à imputer les transformations à l'œuvre en matière de gestion sociale au resserrement de la contrainte concurrentielle sur le marché des produits. Pour eux, la pression financière s'exerce d'abord au niveau des stratégies industrielles et financières et pas de manière directe sur la gestion sociale.

Une perception très distancée de la finance par les DRH

On peut déceler trois types de réactions de la part des responsables des ressources humaines dans la manière dont ils perçoivent les attentes des investisseurs institutionnels : à un pôle, des responsables qui ne se sentent pas vraiment concernés par ces questions et qui ne dialoguent jamais avec les analystes financiers. Ceux-là ne nous en ont en général pas accordé d'entretien et ont eu tendance à nous renvoyer systématiquement vers les responsables de la direction financière ou de la communication financière (cas D, F, G et I).

A l'autre pôle, une responsable des ressources humaines qui se sent pleinement concernée et qui est en contact direct avec la communauté des analystes financiers. Celle-là forme l'exception (cas E). Consciente que les ressources humaines sont un élément déterminant de la création de valeur dans son entreprise de service, elle cherche à faire partager, non sans mal, cette vision aux analystes financiers. Tirée

par le marché vers des indicateurs chiffrés et standards, elle s'efforce néanmoins de communiquer systématiquement sur des ratios spécifiques à la gestion des ressources humaines, dans le but de contribuer à la formation d'autres standards que ceux habituellement admis par la communauté des analystes⁽²⁸⁾. Ici, ce sont les clients et les salariés qui ont été volontairement placés au centre des préoccupations du management de l'entreprise. Les actionnaires ne sont pas mis en avant même si le groupe est coté et a vu son cours de bourse fortement chahuté à la suite d'une acquisition à l'étranger.

Entre ces deux attitudes polaires, on trouve des responsables de ressources humaines qui acceptent de parler de cette question, tout en déniaient aux investisseurs institutionnels un impact direct sur leur mode de gestion. Ils reconnaissent généralement l'influence de ces investisseurs sur la stratégie industrielle et financière de l'entreprise mais nient l'influence directe du marché financier sur les mesures de leurs performances et sur leur politique sociale (cas A, C et J). Ils insistent sur les difficultés à mettre en œuvre des politiques de ressources humaines à long terme, face aux mouvements d'acquisitions-cessions qui entraînent une instabilité permanente du périmètre des entreprises. Selon eux, c'est à travers la stratégie, largement canalisée par le marché financier, que se développe une politique sociale déterminée⁽²⁹⁾. En particulier, l'utilisation de l'*Economic Value Added* (EVA)⁽³⁰⁾ comme outil de mesure des performances n'est pas liée à la présence d'investisseurs institutionnels au capital de l'entreprise mais à la nécessité de suivre le niveau d'utilisation des capitaux dans un secteur donné et de sensibiliser certains opérationnels au coût du capital. Hormis quelques normes de gestion que les actionnaires accueillent systématiquement très favorablement (*stock options* pour les dirigeants et épargne salariale, formules de rémunération variable et de participation au capital pour certains profils), ce serait donc la logique de concurrence sur le marché des produits qui orienterait avant tout les pratiques internes de gestion, y compris au niveau des ressources humaines.

Une refonte très ciblée du système de gestion de l'emploi

Notre enquête indique que les systèmes d'évaluation, de gestion des carrières et de rémunération des

salariés ont été profondément restructurés depuis trois ans environ. Il s'agit d'un changement structurel que l'on peut identifier au travers de deux évolutions. Soit le groupe s'est réorienté vers de nouvelles activités, ce qui produit un changement complet du type de main-d'œuvre exigé ; dans ce cas, la transformation s'opère sur le long terme (dix ans environ). Soit le groupe se recentre sur certaines activités qui constituent son *core business* et se met à croître en rachetant des filiales étrangères. Cette stratégie est généralement plus rapide (trois à quatre ans), plus récente (après 1995) et loin d'être achevée. L'enjeu dans les deux cas est de devenir au moins un *leader* régional, voire mondial, sur certains segments d'activité.

C'est à partir de ce changement de périmètre que se pose, pour les dirigeants, la question de la gestion des ressources humaines. A cette occasion, deux préoccupations apparaissent chez les responsables des ressources humaines : favoriser la mobilité géographique des cadres tout en assurant l'intégration, au sein du groupe, du personnel des nouvelles filiales.

Une gestion des carrières des équipes dirigeantes calquée sur les pratiques anglo-américaines

L'accélération de la croissance externe dans les trois dernières années rend la tâche complexe et conduit, dans plusieurs cas, à une refonte du système de gestion des carrières des équipes dirigeantes. Les nombreuses acquisitions réalisées aux Etats-Unis ou au Royaume-Uni par les entreprises de l'échantillon, notamment dans la deuxième moitié des années quatre-vingt-dix, ont joué un rôle central à cet égard. Cette croissance externe déplace en effet le centre de gravité des groupes : la France n'est plus au cœur de l'activité et de la rentabilité. Elle n'est plus la référence centrale ni en matière de savoir-faire, ni en matière sociale et salariale comme en témoigne le degré de mondialisation atteint par les groupes de l'échantillon : leur chiffre d'affaire à l'étranger dépasse le plus souvent celui réalisé au plan domestique, de même que leurs effectifs hors de France sont devenus majoritaires.

Le lieu d'où s'énonce la norme salariale s'est donc déplacé. Cette évolution est d'ailleurs explicitement théorisée par les acteurs en terme de configuration polycentrique des centres de profit⁽³¹⁾. Chacune de ces zones est conçue comme un tout opérationnel et

28. Les indicateurs communiqués au marché sont dans le cas cité : nombre de collaborateurs, nombre d'emplois créés, taux d'emploi stable (proportion de contrats à durée indéterminée par rapport à l'effectif total), taux de promotion interne dans les réseaux, heures de formation, moyenne d'âge des effectifs sous contrat à durée indéterminée, ancienneté moyenne.

29. Il existerait toutefois quelques sujets « sociaux » sur lesquels les investisseurs s'expriment directement : la rémunération des dirigeants et

l'actionnariat salarié. Mais pour le reste de la gestion des ressources humaines, ils s'en remettent complètement aux dirigeants.

30. Ratio financier qui permet de juger du résultat d'une entreprise en tenant compte du coût de ses capitaux propres.

31. L'adoption par les groupes d'une organisation matricielle (croisement ligne de produits/zone géographique), généralement mise en œuvre par les cabinets de conseil en stratégie, aboutit à un découpage des activités par grands secteurs d'activité et centres de profit avec à leur tête des dirigeants rendus responsables des stratégies et des performances.

Tableau 1
La mondialisation des groupes

	% du CA réalisé à l'étranger	% de l'effectif en France	% de cadres mobiles
A	66	21	5
B	70	28	8 à 10
C	84	31	50 % des cadres de « haut niveau »
D	78	19	ND
E	39	52	ND
F	43	50	ND
G	32	47	ND

Source : entretiens et rapports d'activité des groupes de l'échantillon

stratégique (A). La production et le *marketing* sont ainsi localisés régionalement et non plus au niveau national (un nouveau produit est lancé simultanément sur plusieurs pays de la même zone).

Cette organisation productive conduit à concevoir tout à fait différemment l'organisation des ressources humaines. L'organisation par pays et la relation bilatérale maison-mère/filiale ont tendance à être supplantées par une organisation par grande zone régionale. Les organigrammes montrent par exemple que les niveaux géographiques de décision ne sont plus nationaux. La gestion des cadres concernés se fait désormais au niveau des zones alors qu'elle était auparavant conçue comme un aller retour France/étranger, selon un régime d'expatriation. Ce régime garantissait au cadre « expatrié » les mêmes conditions de carrière et d'avantages sociaux que celles d'un résident français. Il bénéficiait en plus d'avantages spécifiques censés compenser le coût de l'éloignement. Aujourd'hui, au contraire, cette relation polarisée disparaît. Elle laisse la place à une mobilité générale au sein d'une zone, voire entre les zones. En conséquence, un cadre n'est plus lié à la métropole par le seul modèle du contrat de travail français : il n'est plus « expatrié » mais embauché aux conditions locales d'emploi.

Au sein d'une zone, les équipes sont elles-mêmes internationalisées. Par exemple, les comités de direction en France sont largement composés de cadres d'origine étrangère. Un indicateur de cette « dépoliarisation » est la tenue des réunions des comités de direction en langue anglaise exclusivement. Ce *melting pot* culturel semble recherché et la mobilité géographique des cadres est vivement encouragée par plusieurs groupes de l'échantillon (cas A, C, D). Cette nouvelle

façon de gérer les ressources humaines concerne d'abord les responsables du *top management* (directeurs), amenés à avoir une perspective mondiale. Ceux-ci sont suivis individuellement au niveau du siège. Un second niveau est touché par cette réorganisation. Il s'agit de la frange de cadres qui comprend les responsables de centres de profit et les cadres du niveau immédiatement inférieur, appelés à circuler dans le groupe, parce que dotés d'une expertise particulière.

Une gestion éclatée de l'emploi pour les cadres moyens et le reste de la main-d'œuvre

Contrairement à ce petit noyau de cadres dirigeants bénéficiant de la plus grande attention au niveau central du groupe, la majeure partie des effectifs formée par l'encadrement moyen et les non cadres a vu son statut relativement déstabilisé, voire détérioré. Une des transformations qui semble avoir eu le plus d'impact sur les conditions d'emploi et de salaire de cette main-d'œuvre est la restructuration des grands groupes par filialisation, sous la forme de petites entités juridiquement distinctes. Cette reconfiguration organisationnelle a eu pour effet de limiter le champ d'application des conventions collectives à un nombre de plus en plus restreint de salariés alors qu'elles étaient négociées traditionnellement au nom de l'entité « groupe » et généralement avantageuses pour l'ensemble des salariés. Ce redécoupage de la « grande entreprise » en filiales a fait éclater le statut « groupe » des salariés, les effectifs étant réaffectés à des filiales régies hors de ladite convention collective.

Cette restructuration s'est parfois produite de manière brutale, au travers de la dénonciation unilatérale de la convention collective par l'employeur (cas I et F). D'autres fois, elle a été réalisée de façon moins directement conflictuelle et plus « détournée », en procédant à des réaménagements organisationnels au nom de la contrainte concurrentielle ou actionnariale. Ainsi, chez G, le PDG a justifié ces restructurations en expliquant aux salariés qu'il ne pouvait pas faire autrement : « *c'est la concurrence et les investisseurs qui m'obligent à restructurer... c'est plus lisible* ».

A partir de ce redécoupage, la gestion des carrières des salariés en question est effectuée au niveau local, c'est-à-dire au niveau de l'entreprise-filiale, voire du site lui-même. Les conséquences en terme de carrières sont importantes. La mobilité géographique entre sites ou filiales ne se fait plus dans des conditions statutaires et salariales uniformes : on ne change plus de service, on change d'entreprise. Chaque filiale gère les carrières et les rémunérations en fonction des pratiques régionales ou nationales s'il s'agit d'un site étranger et en fonction des conventions sectorielles.

Dans des entreprises de l'échantillon, il ne semble plus exister de repère commun à l'ensemble des salariés du groupe (cas de C notamment).

Une refonte des systèmes de rémunération en fonction des performances individuelles

D'une manière générale, les hausses de salaires ont été moins fréquentes ces dernières années : les augmentations générales avec garantie contre l'inflation sont de moins en moins pratiquées au sein des entreprises. Elles ont tendance à être remplacées par des augmentations individuelles, passant de plus en plus par l'attribution de primes liées aux performances (BRIZARD, 2000). On observe également un développement des systèmes de motivation financière, avec comme conséquence une variabilité plus importante des salaires. La partie variable du salaire est en général liée aux performances individuelles et à celles du groupe, souvent assorties d'objectifs à atteindre fixés *ex ante*. Cela diffère bien évidemment en fonction des catégories de main-d'œuvre, et cette partie variable est d'autant plus grande que l'on monte dans la hiérarchie de l'entreprise.

Les rémunérations des équipes dirigeantes : un fort accroissement de la part variable

L'innovation la plus importante du point de vue des directeurs des ressources humaines, et qui est commune à la plupart des entreprises de l'échantillon, consiste dans le traitement des cadres responsables de centre de profit (*business units*) et souvent appelés à la mobilité géographique, ainsi que de certains « professionnels stratégiques ». En effet, si de façon générale, les systèmes de rémunération s'individualisent et s'indexent sur les performances, il s'agit moins, pour les cadres dirigeants (comités exécutifs), d'un changement de nature que de degré : ceux-ci étaient déjà rémunérés de cette façon quoique dans des proportions moindres. Le principe de leur rémunération n'est donc pas fondamentalement modifié (MOTTIS et PONSSARD, 2000). Toutefois, la part variable de leur rémunération progresse sensiblement (50 % et plus de leur rémunération totale, sous diverses formes : prime, *stock options*) et le nombre de critères d'évaluation augmente (introduction de ratios concernant la rentabilité du capital tels que taux de rendement des capitaux propres et EVA, et aussi des évaluations qualitatives sur la capacité à développer des équipes par exemple).

En revanche, au niveau immédiatement inférieur, les cadres responsables de centre de profit voient leur système de rémunération profondément transformé. Jusqu'à présent relativement peu concernés par les dispositifs incitatifs très courants aux Etats-Unis ou

au Royaume-Uni, ils constatent une refonte de leur système d'évaluation. Leur rémunération est en effet pour partie constituée d'une part variable, généralement indexée sur le résultat opérationnel du centre de profit dont ils sont responsables. Le calcul de la prime se fait de la façon suivante : un objectif de résultat est d'abord négocié avec la hiérarchie, *ex ante*. Cet objectif comprend une cible avec un minimum et un maximum. Si le responsable atteint x% de l'objectif, la prime est égale à x %; elle est nulle si l'objectif minimal n'a pas été atteint et elle est plafonnée si le résultat dépasse l'objectif maximal.

A ce système de prime s'ajoute la distribution des *stock options*. Là encore les pratiques ont été revues. Alors que ce dispositif était exclusivement réservé aux cadres dirigeants, il s'adresse aujourd'hui à un public plus large qui regroupe les dirigeants d'unité et les jeunes cadres à haut potentiel. La distribution de *stock options* est par ailleurs beaucoup plus sélective puisque tous les cadres dirigeants ne sont plus systématiquement concernés. Cette politique d'élargissement et de ciblage est vivement encouragée par les investisseurs financiers sur le modèle des pratiques anglo-américaines. L'objectif est d'en faire un véritable outil de motivation et non un indicateur de reconnaissance des statuts.

L'acquisition de sociétés d'origine anglo-américaine est un élément fort de cette transformation. La mise en contact des cadres français mobiles avec ceux de ces sociétés, dans le cadre de la politique de mobilité internationale, contraint la direction des ressources humaines à revoir sa politique pour l'ensemble du groupe. Ainsi, la croissance de la part variable du salaire, la distribution de *stock options*, la rémunération fondée sur la performance individuelle ou collective sont des pratiques progressivement intégrées à la politique générale de gestion des cadres du groupe, même lorsque ceux-ci ne font pas partie de la zone anglo-américaine.

Ce phénomène de diffusion par les acquisitions est particulièrement marqué pour la politique de distribution de *stock options* :

Chez A, le système date du début des années 1980 pour les dirigeants. Pour les comités de direction, il a été instauré entre 1985 et 1990. La politique a été revue l'année dernière : augmentation de la fréquence d'attribution des plans et donc des allocations de stock options (le renouvellement se faisait tous les 5 ans ; il se fait maintenant tous les 2 ans). Ce changement s'est opéré du fait de la perception d'un décalage avec les marchés anglo-américains. Mais les sources de la transformation remontent plus loin : « en 1985, quand on a racheté X (filiale américaine), ils avaient des stock options et pas nous. On n'était pas en phase ».

Tableau 2
La rémunération variable des équipes dirigeantes

	Calcul de la prime annuelle indexée sur les performances			Diffusion des <i>stock options</i>	
	% de la rémunération annuelle (selon le niveau hiérarchique)*	Critères d'évaluation **	Catégories concernées ***	% de cadres bénéficiaires	% de salariés bénéficiaires
A	10 à 20-30 %	EVA	Directeurs + cadres dirigeants	10 %	1,7 %
B	ND	ROA, ROI	Dirigeants	3 à 5 %	0,2 %
C	15 à 50 %	Résultat opérationnel	Cadres supérieurs (500)	5 % (ou 10 % en comptant les acquisitions américaines)	2,1 %
D	ND	BPA + EVA	Cadres (600)	34 %	11,8 %
E	5 %	ND	Managers	42 %	5,5 %
F	ND	ROCE	Dirigeants groupe	ND	0,5 %
G	ND	ND	ND	10-15 %	100 % ****
J	3-4 % à 10 %	ROE, BNPA	Directeurs et cadres supérieurs	ND	1,1 %

* Les dirigeants pouvant bénéficier d'un pourcentage beaucoup plus élevé que les cadres responsables de centre de profit.

** BPA (ou BNPA) : bénéfice par action

ROA : *return on assets* (résultat d'exploitation/actifs immobilisés)

ROCE : *return on capital employed* (résultat d'exploitation/capitaux employés, soit dettes et capitaux propres)

ROE : *return on equity* (résultat net/capitaux propres)

ROI : *return on investments* (résultat d'exploitation/capitaux investis, soit capitaux d'exploitation)

*** Ces appellations sont propres à chaque entreprise.

**** Ce taux de 100 % s'explique par la mise en place au 1^{er} janvier 2000 d'un « plan exceptionnel d'options d'achat d'actions pour tous », chaque salarié du groupe ayant reçu 10 options.

Source : entretiens Ires et rapports d'activité des groupes de l'échantillon

**Les rémunérations du reste de la main-d'œuvre :
une part variable très limitée**

Pour les cadres moyens (le management), la part variable du salaire reste faible et n'est généralement pas gérée au niveau centralisé du groupe. L'évaluation est basée sur des performances directement liées au marché des produits (chiffre d'affaires, marge) et la formule de calcul dépend des pratiques locales. Pour les non cadres, c'est-à-dire la majorité des salariés des entreprises, la référence à la compétence en lieu et place de la qualification dans l'évaluation salariale implique la prise en compte du salarié en tant qu'individu et non plus en tant qu'appartenant à une catégorie professionnelle spécifique, relevant de la négociation collective (EUSTACHE, 1999). La part variable se limite le plus souvent aux formules de participation et d'intéressement, dont une partie est versée dans des plans d'épargne d'entreprise (PEE). Si ces dispositifs ont connu une accélération récente, ils restent limités quant à leur diffusion et surtout quant à leur montant (un mois de salaire au maximum pour les ouvriers), profitant plus aux cadres qu'aux ouvriers (APROBERTS *et al.*, 2000).

Tableau 3
La diffusion de l'épargne salariale au sein des groupes (PEE)

	% de salariés participants		% de salariés participants
A	ND	F	38 % (dont 13 % des ouvriers)
B	52 % (dont 78 % de cadres et 38 % d'ouvriers)	G	38 %
C	30 %	H	73 %
D	ND	I	95 % (France)
E	56 %	J	ND

Sources : entretiens Ires et rapports d'activité des groupes de l'échantillon

Ce qui ressort finalement de cette enquête, c'est une tendance à l'homogénéisation des pratiques de gestion sociale au niveau des cadres dirigeants, de

l'encadrement de haut niveau et de certains professionnels aux compétences très recherchées. En revanche, le fonctionnement des marchés du travail locaux continue de réguler les conditions d'emploi et de salaire du plus grand nombre de salariés (ouvriers, employés, cadres moyens). Les différenciations apparues dans la gestion de ces catégories professionnelles tendent ainsi à s'accroître au sein même des groupes à l'intérieur d'un pays donné alors que dans les années soixante-dix, cette gestion relevait davantage des conditions locales spécifiques à un marché du travail donné, valable pour l'ensemble des salariés d'un groupe et quelle que soit leur position dans la hiérarchie de l'entreprise (de l'ouvrier de base au PDG).

*
* *

En conclusion, les politiques sociales adoptées récemment par les entreprises de l'échantillon convergent donc vers une gestion nettement segmentée des ressources humaines. La main-d'œuvre est scindée en deux groupes distincts : d'une part les dirigeants et responsables de centre de profit, d'autre part le reste du personnel. Le premier groupe fait l'objet d'une attention soutenue de la part des directeurs des ressources humaines : fortement encouragé à la mobilité géographique, il bénéficie d'une gestion de carrière individualisée et gérée au niveau central et voit augmenter notablement la part variable de sa rémunération, indexée sur les performances. La gestion du second groupe est en revanche déléguée au niveau local sans même parfois continuer à bénéficier du contexte statutaire et conventionnel antérieur. Ce second groupe n'accède au partage des bénéfices qu'à travers des dispositifs d'épargne salariale au demeurant assez limités.

Cette distinction particulière des cadres dirigeants et responsables de centre de profit dérive de la mise en œuvre d'une nouvelle organisation dont les centres de profit sont le pivot. Selon nos interlocuteurs en entreprise, cette réorganisation répond à la mondialisation des marchés et de la concurrence. Mais cette segmentation de l'organisation productive répond de surcroît à l'une des revendications centrales des investisseurs, la lisibilité de l'activité. En effet, l'organisation en centres de profit autorise une discrimination plus fine des différents secteurs de l'entreprise et leur description dans des termes compréhensibles par les investisseurs. Du point de vue de l'analyste financier, les performances économiques et commerciales de l'entreprise sont rendues plus

intelligibles, la comparaison intra-sectorielle est facilitée et l'exercice de valorisation boursière simplifié. Enfin, cette segmentation permet aux gestionnaires de portefeuille de saisir les activités ainsi identifiées comme autant de classes d'actifs homogènes du point de vue de leurs caractéristiques « de marché » : rentabilité, risques, corrélation avec les autres actifs. Les acteurs financiers acquièrent ainsi la possibilité d'assembler les actifs en portefeuilles, assemblage dont ils revendiquent la responsabilité.

Par ailleurs, cette segmentation de la gestion sociale s'inscrit dans un système de représentations véhiculé par les investisseurs dans lequel l'incitation financière individualisée serait source d'efficacité productive. Les politiques sociales réputées « efficaces » incorporent deux principes : d'une part, l'incitation financière individualisée, beaucoup plus fortement marquée pour les équipes dirigeantes que pour le reste des salariés ; d'autre part, la singularisation de profils de cadres considérés comme particulièrement contributifs, voire indispensables, à la création de valeur. Ce double présupposé aboutit à distinguer particulièrement les dirigeants pour en faire les principaux bénéficiaires des dispositifs d'incitation. Cette double valorisation, matérielle et symbolique, rencontre d'autant plus l'accord des dirigeants qu'elle leur est favorable. Ainsi, dans le cas de la gestion sociale, les représentations actionnariales convergent avec les représentations managériales.

Cette étude, quoique circonscrite à la gestion sociale de quelques entreprises, suggère une hypothèse quant à la nature de l'influence des actionnaires institutionnels sur les politiques organisationnelles de l'entreprise. Ce mode d'influence pourrait être qualifié de « sollicitation-délégation » dans la mesure où le principe de délégation est maintenu (les actionnaires institutionnels ne prétendent aucunement gérer à la place des dirigeants et maintiennent la division des tâches) mais ils sollicitent en permanence ces derniers en leur communiquant leur propre analyse de la situation. Sans pour autant imposer formellement, ils indiquent ainsi aux dirigeants des gammes d'orientations stratégiques et organisationnelles qui leur semblent acceptables. Parce qu'ils se disent plus aisément convaincus par des stratégies qui leur sont déjà familières (par exemple le recentrage), ce qu'ils expriment par le désir de « *to feel comfortable with* », ces actionnaires institutionnels sont en mesure de polariser les décisions des dirigeants. Plutôt que d'un pouvoir d'injonction, il s'agit là d'un pouvoir de suggestion.

Bibliographie

- APROBERTS L., *Les retraites aux Etats-Unis – sécurité sociale et fonds de pension*, La Dispute, Paris, 2000.
- APROBERTS L., COLIN T., FRIOT B., PERNOT J.-M., VOLOVITCH P., *Retraite et épargne salariale : les initiatives d'entreprise*, rapport pour la Mire, juillet 2000.
- D'ARCIMOLES C.H., HUAULT I., « Relations industrielles, productivité et valeur boursière de l'entreprise - apports et limites des recherches anglo-saxonnes » in FERICELLI A.M. et SIRE B., *Performance et ressources humaines*, Economica, Paris, 1996.
- D'ARCIMOLES C.H., « Information sociale, bilan social et évaluation financière de l'entreprise : une analyse des pratiques et attentes des professionnels », in LIRHE, actes du colloque : *Vingtième anniversaire du bilan social – 5 et 6 juin 1997 – Université des Sciences Sociales – Toulouse I*, 1997.
- D'ARCIMOLES C.H., « Les investisseurs face à la performance sociale de l'entreprise », *Revue française de gestion*, janvier-février 1999.
- BAUDRU D. ET KEDICHI M., « Les investisseurs institutionnels étrangers : vers la fin du capitalisme à la française ? » *Revue d'économie financière*, n°48, juillet 1998.
- BEAUJOLIN R., *Les vertiges de l'emploi*, Grasset, Paris, 1999.
- BERLE A.A. et MEANS G.C., *The modern corporation and private property*, 2^e ed. 1956, MacMillan 1932.
- BRANCATO C.K., *Institutional investors and corporate governance*, The Conference Board, Irwin, Chicago, 1997.
- BRIZARD A., « Les hausses de salaires sont moins fréquentes et plus individualisées en 1998 », *Premières informations*, Dares, n° 10.3, 2000.
- CHESNAIS F. (ed.), *La mondialisation financière – Genèse, coûts et enjeux*, Syros, Paris, 1996.
- ENGEN E.M. et LEHNERT A., « Mutual funds and the US equity market », *Federal Reserve Bulletin*, December 2000.
- ERNST et YOUNG, *Measures that matter*. The Ernst & Young center for business innovation, 1997.
- EUSTACHE D., « Politique salariale, régulation et échange social », communication au séminaire « Le Travail : Marché et Organisation », Université Paris X – Furet, juin, 1999.
- FARBER H. et HALLOCK K., « Have employment reductions become good news for shareholders ? the effect of job loss announcements on stock prices, 1970-97 », *NBER, working paper* n° 7295, 1999.
- GOLTER J.W., « Banks and mutual funds », *FDIC Banking Review*, vol. 8, n° 3, 1996.
- HAGUE D., *Beyond universities : a new republic of the intellect*, Hobart Press 1991.
- HENRIQUES D. B., *Fidelity's world, The secret life and public power of the mutual fund giant*, First Touchstone edition, New York 1997.
- ICI, *Annual Report*, Washington D.C., 1998.
- ICI, *Mutual funds fact book 1999*, Washington D.C., May 2000.
- JOLLANT M., « Panorama et pertinence des méthodes d'évaluation », *Analyse Financière*, septembre n° 108, 1996.
- JENSEN M.C. et MECKING W.H., « Theory of the firm : managerial behavior, agency costs, and ownership structure », *Journal of Financial Economics*, 3, 305-60, 1976.
- KOCH S. et TREMOLIÈRES R., « Evaluation économique et stratégique de l'entreprise : évolution et nouvelles tendances », *Analyse Financière*, n° 104, septembre 1995.
- LORDON F., *Les quadratures de la politique économique*, Albin Michel, Paris, 1997.
- LORDON F., « Croyances économiques et pouvoir symbolique », *l'Année de la Régulation*, Volume 3, La Découverte, Paris, 1999.
- LORDON F., « La « création de valeur » comme rhétorique et comme pratique. Généalogie et sociologie de la « valeur actionnariale » », *l'Année de la Régulation*, Volume 4, La Découverte, Paris, 2000.
- MATHÉ J.C. et RIVET A., « Valeur et rentabilité de l'entreprise : l'effet des ressources humaines », *Analyse financière*, n° 102, 1995.
- MOTTIS N. et PONSSARD J-P., « Création de valeur et politique de rémunération – Enjeux et pratiques », *Annales des Mines, Gérer et comprendre*, juin 2000.
- MONTAGNE S., « Formation du cours de bourse : les acteurs, leurs logiques, leurs interactions », *La revue de l'IREES*, n° 29, hiver 1998-99.
- MONTAGNE S. et SAUVIAT C., *L'impact des marchés financiers sur la gestion des ressources humaines : une enquête exploratoire auprès de grandes entreprises françaises*, Rapport pour la DARES, juillet 2000. Cf. site Internet du ministère de l'emploi et de la solidarité (www.travail.gouv.fr/etudes/pdf/DE42.pdf).

- MORIN F., *Le modèle français de détention et de gestion du capital*, Ministère de l'Economie, des Finances et de l'Industrie, Paris, 1998.
- OCDE, *Investisseurs institutionnels – Annuaire statistique*, Paris, 2000.
- ORLÉAN A., *Le pouvoir de la finance*, éditions Odile Jacob, Paris, 1999.
- O' SULLIVAN M., *Contests for corporate control – Corporate governance and economic performance in the United States and Germany*, Oxford University Press, 2000.
- PEREZ R., PALPACUER F. et TOZANLI S., « Mutation du mode de gouvernance, dynamique de compétitivité et management stratégique des groupes : l'exemple du groupe Danone », *XVe Journées nationales des IAE*, Bayonne-Biarritz, 2000.
- PLUCHARD J.-J., « L'évaluation des ressources humaines », *Problèmes économiques*, n° 2 469, 24 avril, 1996.
- SENTIS P., « Performances à long terme et caractéristiques financières des entreprises qui réduisent leurs effectifs », *Finance Contrôle et Stratégie*, volume 1 n°4, décembre, 1998.
- TADDJEDYNE Y., *Modèles fondamentaliste, stratégique, conventionnaliste : une typologie de la décision spéculative*, thèse de doctorat de l'Ecole Polytechnique soutenue le 30/11/2000.