Nouveau pouvoir financier et modèle d'entreprise : une source de fragilité systémique

Catherine SAUVIAT *

Aux Etats-Unis, ce début de siècle a été marqué par une recrudescence des faillites et de sévères contre-performances de nombreux groupes industriels et de services. L'année 2000 a connu le retournement d'un cycle boursier haussier qui durait depuis le début des années 80 de même que la fin d'un cycle de croissance de la productivité particulièrement soutenu dans la deuxième moitié des années 90. L'enchaînement de ces événements n'est certes pas une première dans l'histoire américaine, soumise assez régulièrement à des cycles économiques et financiers de plus ou moins grande ampleur. S'il doit être à ce titre relativisé, il met néanmoins en évidence une logique d'un genre nouveau qui paraît, depuis les années 90, devoir influencer le comportement des grandes entreprises et de leurs dirigeants : la recherche d'une optimisation de la rentabilité des capitaux propres incarnée par la valorisation du cours de bourse, à la fois levier d'une croissance par fusions-acquisitions et moyen d'incitation financière privilégié des dirigeants ; une tendance avérée à la manipulation des comptes pour alléger les bilans des sociétés et produire les profits attendus par les marchés. Les deux faillites industrielles les plus importantes de l'histoire américaine (Enron et World Com) sont une illustration presque parfaite de cette gestion de l'entreprise au service exclusif de la performance boursière.

Cette logique a, semble-t-il, peu de choses à voir avec celle qui avait prévalu et guidé le comportement des entreprises et de leurs dirigeants

* Chercheure à l'IRES.

jusque dans les années 70. Elle a sans doute été préparée par la phase de réorganisation financière des grandes entreprises américaines durant les années 80 (Fligstein & Markovitz, 1993). Elle découle en tous les cas de l'affirmation d'un pouvoir financier de type nouveau, incarné au premier chef par les investisseurs institutionnels (c'est-à-dire des établissements financiers non bancaires) mais dans le cadre d'une redéfinition plus générale des rapports de force à l'intérieur du champ global de la finance entre banques d'investissement, maisons de courtage, banques commerciales, compagnies d'assurance, gestionnaires d'actifs, etc. Ce pouvoir a pu s'affirmer et se consolider grâce à des changements institutionnels qui ont marqué l'économie américaine dans le milieu des années 70, et qui ont canalisé d'énormes flux d'épargne vers les marchés financiers. Il a contribué à façonner un modèle d'entreprise spécifique, tant du point de vue de sa rationalité économique que de son organisation interne. Ce faisant, il a aussi modifié la nature des risques auxquels sont exposées dorénavant les entreprises qui s'illustrent par des enchaînements quasi mécaniques qui conduisent aux faillites.

C'est donc la viabilité à long terme du modèle économique d'entreprise configuré par le nouveau pouvoir de la finance qui constitue la trame centrale et l'interrogation majeure de cet article. Posant que ce modèle d'entreprise n'aurait pu se développer sans un contexte macroéconomique et macro institutionnel nouveau, celui qui a été brossé dans ses relations systémiques par Aglietta (1998) sous le vocable de capitalisme patrimonial. En se référant à la démarche régulationniste, notre problématique pourrait s'énoncer ainsi : comment une architecture institutionnelle particulière (ici la finance de marché) pèse sur les choix organisationnels et stratégiques des firmes et leur viabilité à long terme. On pourrait nous objecter la diversité des formes existantes d'organisation de l'entreprise au sein de l'économie américaine. Dans cette contribution, des deux versions formalisées par Aoki (2001), c'est la grande entreprise traditionnelle telle qu'analysée par Chandler (1990) qui est privilégiée par l'analyse plutôt que l'entreprise de la *Silicon Valley*. Mais cela ne doit pas remettre pas en cause la portée générale de la question. Et ce d'autant que l'entreprise de la *Silicon Valley* peut être considérée comme une forme paroxystique d'entreprise configurée par la finance de marché.

Dans un premier temps, on rappellera brièvement les conditions qui ont rendu possible l'émergence d'un nouveau type de pouvoir financier, c'est-à-dire celles qui ont transmué le capital financier porteur d'intérêt en un capital financier porteur de droits de propriété. Dans une deuxième partie, on mettra en évidence les effets majeurs de ce nouveau type de pouvoir financier sur l'évaluation de l'entreprise et sur la configuration d'un modèle typique, en insistant sur le rôle clé joué par un certain nombre d'intermédiaires dans la diffusion de ce modèle. Dans une troisième partie, on

esquissera à grands traits et plus sous la forme d'un programme de recherche que d'une démonstration achevée, les tendances dominantes affectant le fonctionnement de cette nouvelle forme d'entreprise qui donnent à penser que ce modèle est loin d'être viable à long terme. Enfin, on montrera dans un quatrième point que cette viabilité est de surcroît mise en cause parce que ce modèle d'entreprise mine lui-même les mécanismes de construction institutionnelle de la confiance indispensable au contrôle des marchés financiers. De ce point de vue, on mettra en évidence, à la lumière des expériences d'Enron et de WorldCom, les logiques qui ont conduit deux rouages essentiels de ce dispositif de contrôle (les auditeurs et les analystes financiers) à se montrer particulièrement défaillants. Et la façon dont les dirigeants d'entreprise sont parvenus à subvertir la nouvelle configuration des rapports de force à leur profit, fragilisant encore un peu plus le modèle d'entreprise qui lui est associé.

Les conditions de l'émergence d'un nouveau type de pouvoir financier

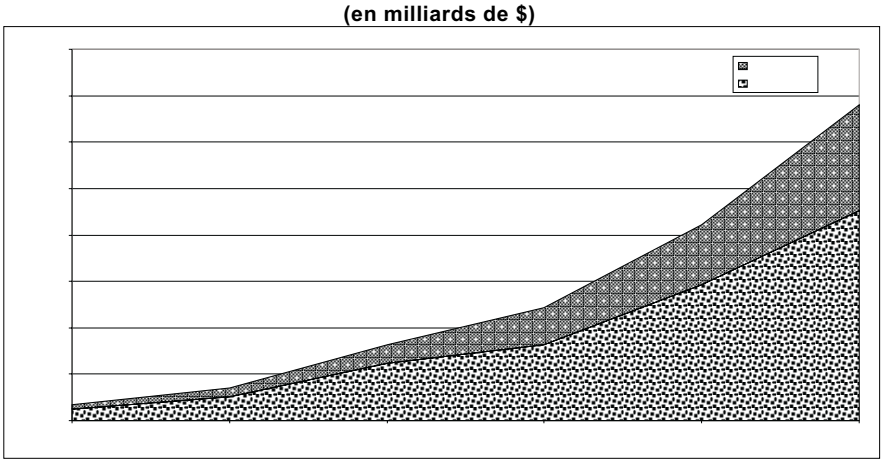
L'émergence d'un nouveau type de pouvoir financier a été favorisée par des changements de nature macroéconomique et macro institutionnelle. L'épargne financière des ménages accumulée en vue de la retraite a été à la source du développement de l'industrie financière de la gestion collective aux Etats-Unis. En rapport avec cette évolution, le contrôle de l'accumulation du capital, pendant longtemps résultat d'un arbitrage qui se jouait principalement entre les banques et les entreprises, sans qu'un actionnariat très éclaté n'ait pu revendiquer un pouvoir quelconque, s'est déplacé au profit de nouveaux acteurs. A partir des années 80, de nouveaux rapports de force se sont instaurés entre les investisseurs institutionnels devenus à la fois les nouveaux actionnaires et les principaux créanciers des entreprises (fonds de pension, *mutual funds*, filiales de banques spécialisées dans la gestion d'actifs) et ces mêmes entreprises. Dans les deux cas, l'Etat est également partie prenante de cette relation, par sa capacité à produire la loi et par sa politique économique et financière. Ce processus a donné lieu d'un côté à une recomposition de l'industrie financière et de l'autre, à un recours accru des entreprises à la finance de marché. Il n'aurait pu s'opérer sans la déréglementation financière, celle des échanges et de l'investissement direct qui fixent le cadre macro institutionnel de cette évolution et la conditionnent.

Le développement de l'épargne « institutionnelle » et l'importance prise par les investisseurs institutionnels

C'est la croissance de l'épargne retraite des salariés américains issus du *baby-boom* et de la période de croissance fordiste qui est à la base de l'essor des avoirs des investisseurs institutionnels et de leur nouveau pouvoir. Ré-

ceptacles de cette épargne, les fonds de pension (FP) américains ont vu leurs avoirs financiers croître très fortement à partir des années 80 comme le montre le graphique 1.

Graphique 1. Avoirs financiers des fonds de pension américains (en milliards de $)



Source : FOF, tableaux L. 119 et L. 120.

La loi ERISA de 1974 a favorisé l'accroissement de cette épargne retraite en exigeant des FP à prestations définies qu'ils soient désormais provisionnés. Elle a également incité les FP à externaliser la gestion de ces fonds et à la confier à des gestionnaires spécialisés (*money managers*). Les avantages fiscaux introduits au début des années 80 à l'occasion de la création des régimes d'entreprises à cotisations définies (401k) et des plans individuels de retraite (IRAs) ont contribué à l'essor de l'épargne salariale. La valorisation boursière a participé au gonflement du stock d'épargne accumulée, dans le contexte de bulle financière tout particulièrement caractéristique de la deuxième moitié des années 90.

Face à cette offre d'épargne accrue, la politique de placement des FP s'est orientée vers des actifs de plus en plus risqués, à mesure que la législation fédérale issue d'ERISA relâchait les restrictions en la matière dans les années 80 (Duca, 2001) et que le marché boursier offrait des perspectives de gains croissantes. Les très grands FP du secteur public, longtemps contraints par des réglementations étatiques dans leur stratégie d'allocation de portefeuille (Useem & Hess, 1999), se sont mis à investir de plus en plus en actions dans les années 90 : en septembre 2000, l'exposition en actions de leur portefeuille avait atteint 61 % (à l'exclusion du capital risque) alors qu'elle n'était que de 30 % en moyenne en 1985, ce qui représente d'énormes flux monétaires vers le marché des actions. Durant la même période,

les FP d'entreprise à prestations définies du secteur privé faisaient de même, la part de leurs actions en portefeuille passant de 48 % à 63 %. Enfin, tandis que les plans 401k étaient en 1985 peu importants et massivement investis dans des produits d'assurance (contrats garantis), ils avaient en 2000 accumulé des avoirs très importants (1 800 milliards de $) et étaient massivement investis en actions (69 %). Ces trois sources d'augmentation de la demande de placement en actions ont certainement contribué à faire monter le prix des actions, mouvement qui a lui-même contribué à accélérer cette demande, de la part des investisseurs individuels (accroissement de l'exposition en actions des comptes individuels de retraite de type IRAs) et des investisseurs étrangers. C'est donc l'institutionnalisation de l'épargne qui explique en partie l'accroissement de la demande d'actifs financiers et du prix de ces actifs.

Les FP sont, du fait de ces placements en actions, devenus les nouveaux propriétaires des entreprises. Et ils ont exercé une pression croissante sur leurs gestionnaires de fonds pour obtenir un retour élevé sur investissement. Le marché boursier exigeait en effet des dirigeants des entreprises cotées des profits croissants, que les FP eux-mêmes contribuaient à gonfler en dégageant des surplus (en partie virtuels) comptabilisés comme revenus . Enfin, la concurrence entre *money managers* pour la gestion des FP à prestations définies s'est intensifiée, du fait du déclin du nombre de ces fonds, de la réduction concomitante des mandats de gestion et de la baisse du nombre moyen de *money managers* par $ d'actif géré . Cette concurrence s'est traduite par la recherche de performances toujours plus élevées dans le but de gagner de nouveaux mandats de gestion, ou pour les conserver tout simplement. Pour produire ces performances, les gestionnaires ont opéré des placements plus risqués (actions les plus risquées, capital risque avec introduction en bourse). De même les salariés sont devenus individuellement plus exigeants en matière de retour sur investissement au travers de leurs plans 401k, intensifiant à leur tour la concurrence entre gestionnaires de *mutual funds* (MF).

Cette évolution s'est accompagnée d'une réduction de la durée moyenne de détention des actions et d'un accroissement du volume des transactions boursières : durant la dernière décennie, cette durée moyenne serait passée de 2 ans à 8 mois tandis que le volume des transactions sur ce même marché était multiplié par 3, passant de 106,4 millions d'actions échangées à 317,7 millions entre 1995 et 2000 . Elle reflète aussi le fait qu'avec le déclin des régimes de retraite à prestations définies au bénéfice des plans à cotisations définies, les gestionnaires de MF ont gagné des mandats au détriment des gestionnaires traditionnels des fonds de pension (FP) à prestations définies, en général filiales de gestion d'actifs des banques. Or les gestionnaires de MF recherchent avant tout les performances financières et n'ayant aucune obligation vis-à-vis de leurs clients, ils ont en général

un taux de rotation du portefeuille plus élevé que les autres gestionnaires (Montagne et Sauviat, 2000). Celui-ci atteignait en moyenne 122 % en 2000 (Levitt, 2002).

La réallocation de l'épargne et la recomposition de l'industrie financière

En 1979, l'arrivée de Paul Volcker à la présidence de la Fed marque un tournant dans la politique monétaire américaine : son objectif primordial est de s'attaquer à l'inflation qui a marqué les années 70. Pour ce faire, il choisit de limiter l'offre de monnaie en élevant le taux de refinancement des banques auprès de la Fed et de laisser filer les taux d'intérêt. Au début des années 80, ces taux deviennent très volatiles, ceux de court terme dépassant même les taux de long terme. Les ménages américains se mettent à déserter progressivement les guichets des banques contraintes par la réglementation des années 30 à limiter la rémunération des dépôts à vue. Ils placent leur épargne chez les gestionnaires de MF, compte tenu des promesses attendues d'une rémunération élevée grâce à cette montée des taux d'intérêt à court terme (Sicav monétaires) et en dépit d'une inflation qui reste forte. L'essor des plans d'épargne salariale collectifs et individuels au début des années 80 (401k et IRA's) contribue également à celui des gestionnaires de MF : les parts de MF deviennent le support privilégié de cette forme d'épargne. Cette réallocation de l'épargne en faveur de l'industrie de la gestion d'actifs et plus particulièrement des gestionnaires de MF par rapport aux autres gestionnaires de fonds (compagnies d'assurance, filiales de banque) est un phénomène majeur des années 80 qui a comme champ la sphère financière et comme enjeu la transformation de ses rapports de concurrence internes.

En même temps, les innovations financières, la déréglementation et la globalisation des activités financières modifient le comportement des banques d'affaires (ou d'investissement) américaines. Contraintes depuis les années 30 à la séparation de leurs activités au plan domestique et limitées à l'exercice de cette activité aux frontières des Etats où elles sont implantées, c'est sur le marché des euro $ qu'elles vont non seulement expérimenter des techniques nouvelles (méthodes de syndication spécifiques) mais surtout développer la pratique du métier de banque universelle qui leur est refusée sur leur propre marché. C'est donc en réponse à la concurrence des banques européennes et au travers de leur activité internationale que ces banques vont progressivement remettre en cause le modèle bancaire issu du *Glass Steagall Act*, fondé sur la séparation des banques commerciales et des banques d'affaires. De leur côté, les grandes banques commerciales se mettent à développer des activités de marché (courtage, introductions en bourse et augmentations de capital, trading pour compte propre, gestion d'actifs, etc.) et à se rapprocher des banques d'investissement. C'est à partir

du commerce des *swaps* que les banques commerciales font cette intrusion dans le métier de banque d'investissement (Geisst, 1997).

L'industrie financière américaine a connu de ce fait un mouvement de concentration important, rendant totalement obsolète le *Glass Steagall Act* de 1933 qui est finalement abrogé en 1999. Le nombre de banques commerciales a été réduit d'environ un tiers entre 1985 et 1995 et le secteur financier a représenté à lui seul 42 % des opérations de fusions-acquisitions durant la même période (Smith & Walter, 1996). Les grandes banques commerciales (Chase Manhattan Bank, Citicorp, Morgan, Bankers Trust) se sont mises à racheter des firmes de courtage et à offrir des services à leurs clients au travers de ces filiales dédiées.

Le secteur financier a reconstitué des marges de profit importantes depuis les années 80 comme l'ont souligné Duménil et Lévy (2000) : la part des profits du secteur financier est passée de 12 à 25 % des profits totaux tous secteurs confondus et de 27 à 112 % des profits du secteur manufacturier entre 1980 et 2000, comme le montre le tableau 1.

La décennie 80 est plus bénéfique pour le secteur financier que celle qui suit, probablement du fait des conséquences des différentes crises financières de la fin des années 80 (crise du marché des *junk bonds*, krach financier de 1987 et crise des caisses d'épargne au début des années 90) . La décennie 90 a néanmoins été marquée par une accélération très forte des restructurations par fusion-acquisition et des introductions en bourse : entre 1992 et 2000, le montant des opérations de fusions-acquisitions réalisées sur le marché américain est passé de 112 à 1 768 milliards de $. Et les 10 plus importantes introductions en bourse de toute l'histoire financière américaine ont eu lieu depuis 1998, l'année 1999 ayant battu tous les records historiques de ce point de vue .

Au sein du secteur financier américain, ce sont les activités de gestion d'actifs et celles de banque d'investissement (émissions sur le marché primaire) qui ont tiré ces profits : entre 1980 et 1999, les revenus de la gestion d'actifs ont augmenté de 25 % en moyenne annuelle tandis que ceux d'origination croissaient à un rythme annuel de 14 % . Mais l'activité de prêt des banques commerciales n'a pas été en reste : elle a connu un essor important vers la fin des années 90, lié à la combinaison de faibles taux d'intérêt et d'un boom dans les dépenses de consommation des ménages. Elle a donc aussi contribué à la consolidation des profits du secteur financier.

Tableau 1. Les profits d'entreprise par grand secteur aux Etats-Unis *

	Profits totaux des entreprises domestiques (milliards de $)	Profits des entreprises du secteur financier (milliards de $)	Profits des entreprises du secteur manufacturier (milliards de $)
1980	173,8	20,5	76,3
1990	315,9	70,2	109,2
2000	696,3	174,4	155,2

*La somme des profits des entreprises des secteurs financier et manufacturier n'égale pas 100 %, le solde représentant les autres secteurs (transport et services à vocation publique, commerce de gros et de détail, et autres) qui ne figurent pas ici.

Le recours accru des entreprises au marché financier

Traditionnellement, le financement des entreprises américaines a été fondé de façon privilégiée sur le financement interne par rétention des profits (autofinancement), et de façon secondaire sur le financement externe par recours à l'emprunt obligataire et au crédit bancaire. Le recours des entreprises américaines à la finance de marché n'est donc pas un phénomène nouveau en soi. Mais c'est le marché des obligations qui, de ce point de vue, représente de longue date la source la plus importante de financement des entreprises par le marché, contrairement au marché des actions qui, en dépit de sa forte médiatisation, ne joue qu'un rôle marginal en la matière. Si l'utilité économique de ce dernier consiste théoriquement à estimer la valeur des entreprises, son rôle essentiel se borne à assurer la liquidité des titres déjà émis et à procurer des gains à leurs principaux détenteurs (les investisseurs institutionnels et individuels), obtenus par la valorisation du prix des actions déjà émises et échangées sur le marché secondaire (ainsi qu'à tous les intermédiaires sur ce marché). C'est pourquoi il serait préférable à cet égard de parler de placeurs institutionnels plutôt que d'investisseurs institutionnels, dans la mesure où la langue française permet cette distinction : il s'agit en effet d'agents qui effectuent des placements financiers plutôt que des investissements directs. Ce glissement sémantique laisse accroire que ces agents investissent dans les entreprises alors qu'ils ne font qu'échanger des titres donnant droit à rémunération.

Dans les années 80, il s'est produit des changements notables dans le mode de financement des entreprises (Lazonick & O'Sullivan, 2000). D'une part, la part des profits après impôts a nettement diminué au bénéfice des dividendes distribués aux actionnaires : elle est passée de 55 % en 1960 à 37 % en 2000 tandis que celle des dividendes s'accroissait proportionnellement , traduisant l'exigence croissante des nouveaux actionnaires dans le partage du profit. D'autre part, le recours au marché des obligations s'est accru à partir des années 80, grâce à l'essor du marché des *junk bonds* et à la titrisation des dettes, c'est-à-dire au fait de rendre ces créances négocia-

bles. Ainsi, sur le total des émissions de titres ayant eu lieu aux Etats-Unis depuis la moitié des années 80, le recours à l'endettement l'emporte largement sur le recours aux fonds propres comme le montre le graphique 2 ci-après.

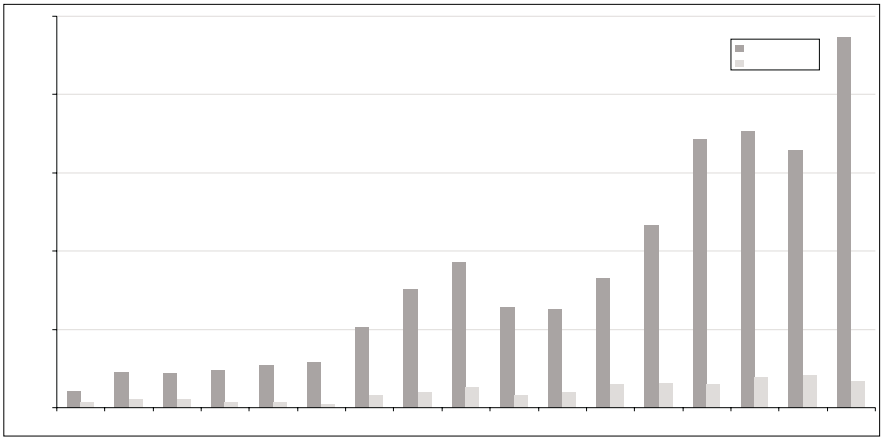
Parallèlement, la titrisation des créances bancaires (désintermédiation) a transféré le risque des banques initiatrices des prêts aux investisseurs institutionnels , celles-ci n'étant plus désormais que des courtiers en crédit. Enfin, les entreprises américaines ont eu de plus en plus recours au marché boursier, moins pour financer de nouveaux investissements, même si on a pu observer un essor des introductions en bourse dans les années 90 (principalement sur le Nasdaq), que pour : 1. financer leurs opérations de croissance externe à partir des années 80 avec le développement du marché des OPA, utilisant le marché secondaire des actions mais aussi des obligations (notamment les *junk bonds*) pour racheter des entreprises existantes sans créer de capacités productives nouvelles ; 2. rémunérer leurs cadres dirigeants (*stock options* et bonus), garantir des prêts ou rembourser leurs créanciers.

Le rôle de la déréglementation et de la mondialisation

La déréglementation financière

La déréglementation des marchés financiers américains dans les années 80 a permis aux investisseurs institutionnels (FP, MF, compagnies d'assurance, caisses d'épargne) de revendiquer leur pouvoir d'actionnaire au travers du développement du marché des *junk bonds* et d'un marché pour le contrôle des entreprises (OPA hostiles), avec leurs effets dévastateurs sur l'emploi (Lazonick & O'Sullivan, 2000). L'ouverture des marchés financiers européens et asiatiques leur a aussi permis de devenir actionnaires des principales entreprises à l'étranger, notamment dans les grands pays industriels où la finance de marché a pris le pas sur le financement bancaire et où des changements dans le mode de contrôle du capital et des incitations fiscales ont pu faciliter grandement cette immixtion (vagues successives de privatisations en France). Elle n'a pas abouti pour autant à la constitution d'un « marché pour le contrôle des entreprises » tel qu'il a pu se développer aux Etats-Unis, même si les OPA hostiles ont pu faire leur chemin dans des pays comme la France et l'Allemagne. En Europe continentale, l'année 1999 a marqué de ce point de vue une rupture : au cours des trois premiers mois, 13 OPA hostiles ont eu lieu alors que depuis 1990, il y en avait eu en tout et pour tout 55, soit à peine plus de 6 en moyenne annuelle. Mais c'est surtout le montant de ces OPA qui est remarquable, dépassant de très loin le montant des OPA jamais réalisées alors en Europe .

Graphique 2. Capital levé par les entreprises sur le marché financier



Source : D'après Thomson Financial Securities Data, *cf. SIA Research Reports*, vol. III, n°9,October 25, 2002.

La libéralisation des échanges et de l'investissement direct

La libéralisation de l'investissement direct dans le cadre de l'OCDE et des très nombreux traités bilatéraux d'investissement dont les Etats-Unis ont pris l'initiative, ainsi que l'accélération de la libéralisation des échanges à la faveur des programmes d'ajustement structurel du FMI, des négociations du GATT aboutissant au Traité de Marrakech et à la création de l'OMC, ont suscité une accélération de l'internationalisation des grandes entreprises dans l'industrie manufacturière et dans les principaux secteurs des services (énergie, télécoms).

La libéralisation de l'investissement direct et celle des échanges ont avancé de pair, la seconde autorisant une liberté presque totale d'approvisionnement et de commercialisation aux sociétés transnationales. La capacité qu'ont acquise les grandes firmes industrielles, financières et de services d'opérer partout dans le monde a rendu la comptabilité des groupes multinationaux extrêmement complexe. La privatisation des entreprises publiques des secteurs de l'énergie et des télécoms dans certains pays européens, mais aussi en Amérique latine et en Asie, a fait des services la « nouvelle frontière » de la mondialisation (Chesnais, 1997). Enron comme WorldCom sont ainsi passés en l'espace d'une décennie du statut d'entreprises domestiques à celui de groupes multinationaux opérant dans plusieurs dizaines de pays à la fois. C'est aussi la déréglementation des secteurs de l'énergie (par étape durant les années 90) et des télécommunications (en 1996) qui, dans chacun des cas, a poussé ces deux entreprises à acquérir une position de leader mondial dans leurs secteurs respectifs par voie de fusions-acquisitions et de profiter ainsi de la rente du

first mover (c'est-à-dire de la première entreprise qui a pris l'initiative et gagné cette position de leader).

Cette évolution a globalement rendu la détection des fraudes plus complexe, une incitation pour les dirigeants à « jongler » avec les chiffres et les règles comptables, dans un contexte où les marchés exigent d'eux des résultats toujours plus performants. Ils y ont été d'autant plus encouragés qu'en 1995, l'une des sources les plus fréquentes de litige était éliminée par une réforme législative (*Private Securities Litigation Reform Act*) rendant quasiment impossible toute poursuite d'une entreprise par un investisseur faute d'avoir atteint ses prévisions de profit (Coffee, 2002).

Les effets du nouveau pouvoir financier sur la configuration d'un nouveau modèle d'entreprise

La logique qui sous-tend le comportement des investisseurs institutionnels est une logique autoréférentielle : ils agissent et réagissent avant tout en fonction les uns des autres (Orléan, 1999). Ils recherchent la liquidité et la rentabilité de leurs placements, en sélectionnant des titres qu'ils peuvent acheter et vendre sans délai ni coût excessifs, mus par la réalisation de gains (plus-values boursières). Mais ce pouvoir de la finance n'est pas strictement financier. Il est aussi de nature symbolique et s'affirme comme un pouvoir social élargi, dans sa capacité d'évaluer publiquement les entreprises et d'ériger en norme quasi incontournable le principe de maximisation de création de valeur pour l'actionnaire. Ce principe équivaut à affirmer haut et fort la légitimité des droits des actionnaires au prélèvement prioritaire sur la valeur ajoutée et sur le profit, façon quelque peu exclusive d'envisager les droits de propriété de l'entreprise sous la seule forme des titres boursiers.

Une « nouvelle » rationalité financière

Avec le développement de la finance de marché, les investisseurs institutionnels exercent un droit de regard sur les entreprises qui prend la forme primordiale d'une évaluation financière, assurée par des analystes financiers à partir de préoccupations et de méthodes spécifiques. Cette évaluation financière poursuit plusieurs objectifs destinés dans tous les cas aux investisseurs institutionnels : l'un qui est voué à satisfaire d'abord les exigences de ces investisseurs en tant qu'actionnaires (améliorer la rentabilité du capital, la lisibilité de l'organisation et la transparence de l'information). L'autre qui est à destination de ces mêmes investisseurs mais cette fois en position de créanciers et qui fixe en même temps le coût du crédit pour l'entreprise. Elle est allée de pair avec une « demande d'évaluation organisationnelle » des acteurs du marché financier, qui renvoie à un mode de gouvernement déterminé de l'entreprise (Aglietta et Breton, 2001).

Une évaluation boursière au service de la création de valeur pour l'actionnaire

L'évaluation des entreprises par les marchés financiers prend un caractère public et permanent par rapport à l'évaluation bancaire traditionnelle. Elle donne lieu à un prix qui s'établit sur un marché grâce à l'interaction d'un certain nombre d'opérateurs comme les analystes financiers , les organes de régulation, etc. (Montagne, 1999). Le pouvoir acquis par les investisseurs institutionnels a réorienté cette évaluation financière vers un objectif exclusif : améliorer la rentabilité du capital, en économisant son coût. Cette réorientation a trouvé sa traduction dans l'évolution des méthodes d'analyse financière, focalisées à partir des années 80 sur l'évaluation des *cash flows* futurs comparée à celle du coût des capitaux employés. L'apparition de l'EVA dans les années 70 et l'extension de son usage dans les entreprises au cours des années 90 (la plupart du temps plus cosmétique que réel) illustrent la montée en force de cette conception modernisée de la valeur d'une entreprise dans les méthodes des analystes financiers (Montagne et Sauviat, 2000 ; Lordon, 2000). Ce nouveau mode d'évaluation exige que les entreprises soient en mesure de réaliser un surprofit par rapport à leurs concurrents, ce qui tend en retour à les placer dans une situation de déséquilibre et d'instabilité sur longue période (Plihon, 2002).

Une évaluation financière destinée aux créanciers

Un deuxième type d'acteur a une influence très importante et participe à la construction de l'opinion des investisseurs et des analystes. Il s'agit des agences de notation qui scrutent les données financières des entreprises (et des Etats) et qui émettent une opinion publique sur leur dette obligataire sous la forme d'une note (la meilleure note est AAA et la plus mauvaise peut aller jusqu'à CCC ou D selon le système de notation des agences). Ces agences sont rémunérées en grande partie par les entreprises qui ont besoin d'être notées pour pouvoir lever des capitaux. Elles ne sont que trois à être habilitées par la SEC et se partagent près de 80 % du marché : Moody's, Standard & Poor's et Fitch (cette dernière appartenant à un groupe financier français, Fimalac). Cette structure oligopolistique du marché mondial de la notation est d'ailleurs mise en cause de façon croissante, notamment après leur défaillance collective à propos d'Enron .

Une « évaluation organisationnelle » au service des marchés

Si l'évaluation financière est la pièce maîtresse de l'évaluation, elle a débouché sur un autre type d'évaluation, qui touche cette fois à l'organisation de l'entreprise (Montagne, 2001). Celle-ci s'opère à deux niveaux : elle est d'abord assurée par un ensemble d'acteurs au service des investisseurs institutionnels (les analystes financiers, les cabinets de conseil en *corporate governance*) mais aussi au service des entreprises (les cabinets de conseil

en management, en ressources humaines, etc.). Cette forme d'évaluation est organisée en référence à des normes organisationnelles que l'ensemble de ces acteurs contribuent à construire et à légitimer. Elle est aussi assurée en référence aux dispositifs spécifiques de contrôle interne des entreprises (*corporate governance*), sous la pression conjointe des investisseurs institutionnels, des autorités boursières et des organes de régulation (SEC, NYSE, NASDAQ).

C'est au sociologue M. Useem (1993) que l'on doit la description par le menu du processus « d'ajustement organisationnel » orchestré par les grands groupes américains, en réponse à (ou en anticipation de) la pression croissante des investisseurs institutionnels . Si ce processus ne peut être considéré comme la réponse directe et exclusive d'une réorientation stratégique des groupes américains à l'exigence de création de valeur actionnariale (car il relève d'une tendance longue en réponse aussi à la concurrence mondialisée), du moins apparaît-il selon lui explicitement justifié en ces termes. Cet alignement organisationnel sur la norme de création de valeur actionnariale a pris la forme systématique d'une décentralisation des circuits de décision. Les fonctions centrales de planification et de développement stratégique ont été délocalisées au niveau des unités opérationnelles, induisant la contraction des sièges sociaux et une nouvelle responsabilisation des dirigeants de ces unités. Cette réorganisation interne a permis d'améliorer le système de *reporting* comptable et financier et la visibilité des différentes activités des groupes afin de rendre leurs performances identifiables et comparables, y compris en terme de valorisation boursière pour des analystes financiers spécialisés par secteur. Elle a conduit également au développement de la fonction de communication financière au sein des groupes, en faisant une direction à part entière occupant des salariés à plein temps.

Au total, on peut dire que l'évaluation, qu'elle soit de nature financière ou organisationnelle, est destinée à former l'opinion des investisseurs. Elle est assurée collectivement par les acteurs des marchés financiers, y compris par la presse financière spécialisée qui participe aussi de sa construction.

Le rôle de go-between des « professionnels de l'expertise »

La structure oligopolistique de nombreux secteurs industriels et de services a conduit les grandes groupes à se copier mutuellement d'un point de vue organisationnel, voire d'un point de vue stratégique. Les grands réseaux d'audit et de conseil de même que les cabinets de stratégie, de plus petite taille, renforcent cette tendance au mimétisme entre groupes dans la concurrence oligopolistique . Ils sont ces « manipulateurs de symboles » dont parle Reich (1993), qui véhiculent non seulement des représentations de l'entreprise, changeantes au gré des modes managériales, mais également des modes organisationnels et opératoires tout à fait concrets.

McKenna (2001) a mis en évidence le rôle avant-gardiste des cabinets de conseil américains dans la diffusion de nouveaux concepts et modèles managériaux aux Etats-Unis et en Europe, comme la diffusion du modèle de l'entreprise multidivisionnelle. La diffusion du nouveau modèle d'entreprise caractéristique du capitalisme patrimonial, dans sa rhétorique comme dans sa pratique, a aussi largement bénéficié de l'action de ces « professionnels de l'expertise ».

A partir des années 80, il y eu convergence des méthodes d'analyse stratégique développées par les cabinets de stratégie comme McKinsey et Boston Consulting Group et des méthodes propres à l'analyse financière (Montagne et Sauviat, 2000). Si les analystes financiers ont fait émerger l'évaluation des flux futurs de l'entreprise comme référence centrale de leurs méthodes, ce sont les cabinets de conseil qui en ont fourni les outils de mesure et d'évaluation et qui les ont mis en œuvre au sein des entreprises (EVA, etc.). Lordon (2000) a montré le rôle joué par certains d'entre eux dans la diffusion, auprès des entreprises françaises (et on pourrait dire plus largement auprès des élites dirigeantes), non seulement de l'idéologie de la valeur actionnariale mais des outils pour la mesurer et l'expérimenter en interne. Ces cabinets sont tous d'origine américaine (Stern & Stewart, McKinsey, Boston Consulting Group). Aux Etats-Unis, ils sont d'autant plus influents que le recours au conseil y est beaucoup plus banalisé et développé qu'en France. Les consultants y sont également beaucoup plus proches des milieux académiques dont ils sont issus pour partie, et entretiennent en permanence de nombreux liens avec eux. Il n'est pas rare en effet de trouver des universitaires connus ayant fondé leur propre entreprise de conseil (Michael Porter par exemple) ou faisant fonction de consultant (provisoirement ou pas). Ils jouent ainsi plus facilement le rôle de passeurs entre les milieux universitaires et ceux de l'entreprise, d'interprètes des savoirs académiques et disposent ce faisant d'un capital symbolique fort. Lordon rappelle d'ailleurs les origines académiques de l'EVA, issues de la théorie financière (Modigliani-Miller).

Ce sont donc les cabinets de conseil qui ont fait circuler et donné corps à la notion de valeur actionnariale au sein des cercles dirigeants. Cette diffusion s'est faite au travers de la participation à des colloques, à des séminaires qui sont autant d'occasions de fertilisation croisée. Et ce sont encore les grands réseaux d'audit et de conseil (*Big Five*) qui ont introduit les changements dans les procédures comptables, de même que les grands cabinets de conseil en ressources humaines ont rendu opérationnels les systèmes de rémunération incitatifs, fondés sur l'objectif central de création de valeur pour l' actionnaire (Mercer Consulting Group, Hay, Towers Perrin, etc.).

Le rôle de ces experts ne s'arrête pas là. Ils ont aussi aidé les grands groupes, au cours des années 90, à mettre en place une ingénierie financière complexe et à utiliser un cadre comptable de plus en plus agressif (ou créa-

tif selon un doux euphémisme). Les banquiers d'investissement, avec l'aide de juristes très pointus en matière de finance et de fiscalité d'entreprise, ont conçu des montages financiers pour le moins audacieux, désignés sous le nom de finance structurée et destinés à sortir la dette du bilan et à éviter les taxes . Le rôle des *Big Five* (voir plus loin) n'est pas négligeable non plus sur ce plan : ils ont non seulement accepté la comptabilité créative mais ont participé à la diffusion de ces nouveaux modèles comptables dans d'autres entreprises. Les SPE (*Special Purpose Entities*) ont en particulier été utilisés par les grandes entreprises comme un moyen d'accéder à des prêts en dissimulant la charge d'endettement au passif du bilan. Pour les établir, il suffit, conformément à la règle en usage dans les années 80 et finalement endossée par la SEC et le FASB dans les années 90 à force de pressions des grands cabinets d'audit, que 3 % seulement du capital proviennent d'investisseurs extérieurs au groupe. Ces montages ont permis à des entreprises comme Enron de créer des partenariats non consolidés dont les banques aidaient à émettre les titres sur le marché financier .

Cette promiscuité de l'ensemble de ces professionnels de l'expertise et du conseil avec les milieux financiers est ancienne. Aux Etats-Unis, il convient de rappeler que les activités de conseil en stratégie sont nées de la séparation des banques d'affaires et des banques commerciales rendue obligatoire par le *Glass Steagall Act*. Les banques d'affaires exerçaient en effet traditionnellement cette fonction de conseil en interne, dans le cadre des restructurations d'entreprises et des fusions acquisitions qu'elles orchestraient. Et ce sont des banquiers qui ont créé, à la suite de cette loi et par externalisation, les premières structures indépendantes de conseil (McKenna, 1995). On mesure mieux l'influence discrète de ces conseillers des princes en rappelant que Stern, l'un des promoteurs de l'EVA, avait fait une partie de sa carrière dans une banque d'investissement avant d'embrasser le métier de consultant (Lordon, 2000). J. Skilling, l'éphémère directeur général d'Enron et concepteur de l'activité de *trading* du groupe (Enron Online), est également un ancien consultant de chez McKinsey (spécialiste du secteur de l'énergie), doté d'une expérience préalable dans la banque et la gestion d'actif. Dès 1985, il intervient pour McKinsey au sein du groupe et propose de créer, au moment de la déréglementation du secteur du gaz naturel, une banque du gaz qui ferait du courtage. Séduit par l'idée, le PDG d'Enron K. Lay l'embauche en 1990 et le place à la tête d'une division *ad hoc* (Enron Finance Corp.) . De même le directeur général de WorldCom est un ancien de chez KPMG (l'un des *Big Five*). Mais à la différence des auditeurs qui doivent rendre des comptes aux actionnaires et aux organes de régulation censés protéger ces derniers, les consultants ne sont pas comptables de leurs actions, si ce n'est aux seuls dirigeants d'entreprise qui les ont mandatés et qui les rémunèrent.

Les facteurs de vulnérabilité du nouveau modèle d'entreprise

On relèvera ici trois tendances qui nous paraissent particulièrement caractéristiques de la nouvelle configuration et du comportement des entreprises sous l'emprise de la finance de marché et des investisseurs institutionnels : il s'agit respectivement de l'endettement croissant des entreprises, de leur mode de croissance privilégié par fusions-acquisitions et du développement d'un système de rémunération lié aux performances boursières. Ces trois caractéristiques nous semblent à la fois accroître l'instabilité des marchés financiers, censés soutenir un tel modèle d'entreprise, en même temps qu'elles favorisent l'importation de l'instabilité propre aux marchés financiers au cœur de l'activité de l'entreprise.

Un endettement sous-évalué et des actifs surévalués

Pour répondre aux projections de gains toujours croissantes réalisées par les investisseurs institutionnels (et leurs analystes financiers), les dirigeants ont été incités à manipuler leurs comptes et à gonfler les résultats de l'entreprise, en s'endettant massivement. C'est cette hausse des profits, largement fictive, qui a soutenu la hausse des cours boursiers. Le nombre croissant d'entreprises ayant dû réviser leurs comptes sur demande de la SEC vers la fin des années 90 en est l'illustration .

La dette des entreprises américaines a augmenté, mais de façon plus accentuée dans les années 80 que dans les années 90. On observe toutefois une reprise à la hausse du ratio d'endettement à partir de la deuxième moitié des années 90 qui s'accélère brutalement en 2001 comme le montre le graphique 3.

Toutefois, cette mesure ne concerne que la partie visible de la dette puisque les années 90 ont été caractérisées par une opération à grande échelle de déconsolidation des dettes, orchestrée par les dirigeants d'entreprises et leur armée de conseillers. D'autre part, le lien mécanique instauré dans certaines entreprises comme Enron entre le cours de l'action et les échéances de remboursement de la dette a produit ses effets pervers : à la moindre baisse du cours de l'action, le risque de devoir rembourser ses créanciers et de voir par effet automatique dégrader sa note par les agences de notation est devenu bien réel. L'instabilité des marchés financiers a été portée de ce fait au cœur même de l'activité des entreprises et de l'économie réelle. Cette situation s'est d'ailleurs soldée par une hausse des faillites d'entreprises, la méthode la plus radicale pour geler et restructurer les dettes, voire les apurer : l'année 2001 aura de ce point de vue concentré les dix plus importantes faillites de l'histoire américaine . Et dès la fin des années 80 et du début des années 90, de nombreuses entreprises avaient déjà

dû déposer leur bilan, pour s'être trop endettées (notamment lors des rachats d'entreprises par effet de levier ou *leverage buy-out*) .

Cet endettement a servi en partie à financer le rachat par les firmes de leurs propres actions, aboutissant à un processus de réallocation des capitaux des entreprises de l'ancienne économie vers celles de la « nouvelle économie » (Brender et Pisani, 2001). Il a servi aussi au rachat d'autres entreprises existantes (OPA), qui s'illustre par l'acquisition croissante d'actifs financiers. Cette tendance peut se lire dans l'évolution des émissions nettes d'actions des entreprises du secteur non financier, lesquelles deviennent de plus en plus négatives, notamment dans la deuxième moitié de la décennie 90. En même temps, l'évolution du rapport du stock d'actifs financiers sur celui des actifs réels se creuse durant la décennie 90 comme le montre le tableau 2 ci-après.

Cette situation d'endettement, sous-évaluée par les statistiques, ne serait pas en soi problématique si elle n'avait pas été couplée avec une surévaluation des actifs inscrits au bilan des entreprises par le seul jeu comptable des survaleurs (*goodwill*), qu'il s'agit aujourd'hui d'apurer après la chute des cours boursiers. Le *goodwill* représente la survaleur entre le prix que les entreprises acquéreuses ont accepté de payer (la valeur de marché) lors des opérations frénétiques de fusions-acquisitions dans les années 90 et la valeur comptable des actifs acquis, portée à l'actif de l'acquéreur. Aujourd'hui, cette situation fragilise considérablement les bilans des entreprises américaines cotées, et les contraint à se désendetter rapidement.

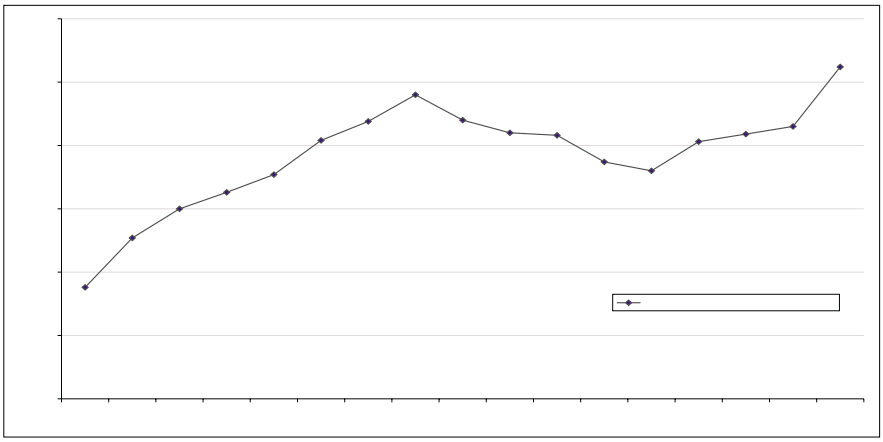
Une croissance portée par les fusions-acquisitions

Le marché des OPA a conféré au cours de bourse une importance majeure dans la stratégie des dirigeants des entreprises. La progression du cours boursier (ou à tout le moins son maintien) est devenue l'axe quasi obsessionnel de leur stratégie, comme moyen de protéger l'entreprise des prédateurs financiers qui avaient fait leur apprentissage préalable sur le marché des *junk bonds* dans les années 80. Quand le boom des OPA est venu prendre le relais, après la crise boursière de 1987 et la fin de la croissance du marché des *junk bonds*, les dirigeants d'entreprise ont également recherché avec succès auprès des Etats les moyens juridiques pour se protéger des OPA , rendant compte de leur poids politique local et de la réalité de l'entreprise américaine comme construction politique (Roe, 1994).

Ce marché a cependant battu tous les records historiques dans la deuxième moitié des années 90 aux Etats-Unis : entre 1995 et 2001, il a été cinq fois plus important que n'importe lequel des précédents booms comme le montre une enquête réalisée par l'hebdomadaire économique et financier *Business Week* . L'effet combiné de l'utilisation des actions comme monnaie d'échange à l'occasion des OPE (opérations publiques d'échange), de la déréglementation d'un certain nombre de secteurs (le sec-

teur des télécommunications notamment) et de l'alimentation du mouvement haussier de la Bourse par la politique monétaire très libérale de la Fed, explique le dynamisme des fusions-acquisitions durant cette période. Le processus a eu un caractère cumulatif. Le cas de WorldCom est un bon exemple : dans la phase de formation de la bulle boursière, la hausse du cours des actions du groupe lui a permis pendant quatre ou cinq ans de financer un programme de fusions-acquisitions dont le bien-fondé semblait *a posteriori* confirmé par les nouvelles hausses du cours de l'action. Ce n'est pas là un cas isolé. L'enquête de *Business Week* montre que l'action a en effet été utilisée comme une monnaie privée pour financer les fusions-acqui-

Graphique 3. Ratio dettes/fonds propres des entreprises non financières et non agricoles



Source : FOF, tableau B. 102.

sitions dans la majorité des cas (65 % des cas). Et c'est précisément lorsque les échanges d'actions sont utilisés comme support de l'opération que les fusions-acquisitions montrent les pires résultats du point de vue de leur retour sur investissement, comme le relève cette enquête.

Ce mouvement a donc conduit globalement à une recomposition productive dominée par la course effrénée à la taille et guidée par une rationalité financière plutôt qu'industrielle. Il s'est soldé par une destruction de valeur actionnariale. Il a également contribué à accélérer le mouvement de désyndicalisation des entreprises américaines, à cause des licenciements provoqués par les restructurations, et à démoraliser les salariés restant en poste à l'issue de ces opérations (Fligstein & Shin, 2002). Ce marché n'aurait sans doute pu se développer avec cette ampleur sans l'aide d'un cadre comptable extrêmement favorable, qui permettait jusqu'en 2001 aux entreprises d'amortir le *goodwill* au passif de leur bilan sur une période de 40 ans, voire à le faire disparaître par la méthode fort usitée par les entreprises dans les années 90 du *pooling of interest* . Et là encore, la poursuite de cette

stratégie de fusions-acquisitions a été sinon encouragée, du moins validée par les analystes financiers.

Un système de rémunération instable et pervers

Le processus de réallocation des ressources humaines et de redistribution des circuits de décision au sein des entreprises a également débouché sur le développement et la systématisation de dispositifs incitatifs de rémunération. Ces dispositifs avaient été largement légitimés par la théorie de l'agence développée par Jensen et Meckling (1976), qui postule que les dirigeants (les agents) doivent être contrôlés par les actionnaires (les principaux) au prétexte que ces derniers supporteraient le risque résiduel sans avoir l'assurance que les dirigeants vont se comporter conformément à leurs intérêts. Pour les y contraindre, il convient donc selon cette théorie de mettre en place des mécanismes de contrôle et des mécanismes incitatifs à l'alignement de leurs intérêts.

La diffusion des plans de *stock options* et de bonus liés aux performances en direction des équipes dirigeantes était censée répondre à de telles exigences. Leur développement n'aurait toutefois pu être possible sans l'existence de règles comptables autorisées par les autorités boursières qui permettent aux entreprises de ne pas comptabiliser ces rémunérations comme des dépenses d'exploitation, à la différence des salaires (Sauviat, 2002b). Ils ont connu un essor très important dans les années 90 , permettant aux entreprises non seulement d'attirer et de fidéliser les cadres de haut niveau dont elles avaient besoin mais aussi de mobiliser plus largement leurs salariés. C'est d'ailleurs pourquoi ces systèmes ont obtenu généralement l'assentiment de la finance (Montagne et Sauviat, 2001). Ils ont été financés par les entreprises de façon croissante par des programmes de rachats de leurs propres actions, notamment dans la deuxième moitié des années 90 (Weisbenner, 2000). Mais ces dispositifs ont aussi entraîné un accroissement disproportionné des rémunérations des PDG par rapport à celles des salariés de base : l'écart entre les deux, 42 fois plus grand en 1980, apparaît 501 fois plus grand en 2000 .

Ce faisant, ces systèmes ont porté l'instabilité de la Bourse au cœur même du rapport salarial et de la formation des revenus. Car la chute de la Bourse a non seulement fragilisé le salaire direct (et indirect) d'un petit nombre de cadres dirigeants, elle a aussi ravagé le salaire indirect des travailleurs américains, accumulé de façon croissante dans les plans d'épargne salariale de type 401k (Sauviat, 2002a). Pourtant, il ne semble pas que cette baisse de la richesse patrimoniale ait provoqué une baisse de la consommation (effet de richesse). L'explication pourrait résider dans l'accroissement de l'endettement des ménages, l'expansion du crédit bancaire et la renégociation des prêts ayant permis de soutenir la demande. Il est certain que l'effet de richesse joue différemment en fonction des niveaux de revenu. Mais

Tableau 2. Le comportement des entreprises du secteur non financier

	Emission nette d'actions (Mds $)	Actifs financiers/actifs réels (en %)
1980	+ 10,4	38,5 %
1985	- 84,5	37,2 %
1990	- 63,0	38,6 %
1995	- 58,3	73,1 %
2000	- 159,7	94,8 %

globalement, l'accroissement des inégalités de revenus consécutif à l'augmentation de leur volatilité ne paraît pas avoir creusé les inégalités de consommation observées au sein des ménages, précisément grâce à l'expansion du crédit à la consommation (Krueger & Perri, 2002). Toutefois, la dette des ménages américains est très élevée et le nombre de ménages déclarés en faillite a fortement progressé dans les années 90. Car la procédure de mise en faillite favorise les comportements d'endettement en permettant l'annulation des dettes donc en protégeant les débiteurs . En même temps, le taux d'épargne des ménages américains en proportion de leur revenu disponible n'a pas arrêté de décroître depuis les années 80 : de 10,6 % en 1984, il est tombé à 1 % en janvier 2001 . Il est vrai que cette désépargne a été compensée, pour les ménages les plus aisés et jusqu'en 1999, par des gains en capital liés à la hausse de la Bourse. Mais son déclin brutal à partir du printemps 2000 pose à nouveau, et dramatiquement pour les ménages les plus pauvres, la question de l'insuffisance des flux d'épargne des Américains en vue de leur retraite.

Un dispositif de contrôle des marchés miné de l'intérieur par les conflits d'intérêt

Un quatrième élément, extérieur cette fois à l'entreprise et propre au système même de contrôle par les marchés financiers, est venu accroître cette vulnérabilité : il s'agit du dysfonctionnement de deux de ses rouages essentiels, les auditeurs et les analystes financiers, qui met en cause l'édifice de construction institutionnelle de la confiance indispensable au bon fonctionnement du marché des titres. Ce que suggèrent tant l'affaire Enron que WorldCom, c'est que ces intermédiaires n'ont pas joué correctement leur rôle de contrôle à cause des rapports particuliers qu'ils entretiennent avec les dirigeants d'entreprise sur la base d'intérêts communs bien compris. Autrement dit, si le nouveau pouvoir financier a, par le biais des normes, une influence relativement importante sur l'entreprise, les dirigeants

ont pu en quelque sorte résister à ce pouvoir par leur capacité à subvertir les mécanismes mêmes de contrôle des marchés financiers à leur profit.

Les « liaisons dangereuses » des auditeurs et des dirigeants d'entreprise

Aux Etats-Unis, les lois sur les titres des années 30 ont fait du contrôle des comptes des entreprises un rouage central du fonctionnement des marchés financiers. Mais en redéfinissant ainsi le rôle des auditeurs, en leur garantissant des clients et un marché stable (les entreprises cotées faisant appel à l'épargne publique ont l'obligation de publier des données comptables auditées), ces lois ont poussé à la concentration et à la formation de l'oligopole dans le secteur. En 2000, cinq grandes entreprises connues sous le nom de *Big Five* dominaient le marché, très loin devant les autres entreprises du secteur : Andersen, le dernier des *Big Five* par sa taille, avait un chiffre d'affaire mondial de 9,3 milliards de $ et employait 85 000 salariés tandis que l'entreprise en position de n° 6 du secteur (Grand Thornton) ne montrait qu'un chiffre d'affaire de 1,7 milliard de $ pour 22 000 salariés .

Ces firmes sont parvenues à concentrer les mandats de contrôle des comptes des plus grosses entreprises de la cote, étant les seules à disposer des ressources humaines et technologiques propres à mener à bien cette mission. A cette occasion, elles ont su tisser des liens privilégiés avec les directions générales et les directions financières des plus grandes entreprises américaines . Ce faisant, elles ont pu développer, parallèlement à leur activité d'audit légal, des prestations de conseil (conseil en système d'information et conseil juridique et fiscal) qui sont devenues dès les années 70 le principal pôle de croissance de leur activité (Allen & Mc Dermott, 1993). Mais alors qu'en 1976, les honoraires d'audit représentaient encore 70 % du chiffre d'affaire des firmes du secteur, cette proportion est tombée à 31 % en 1998 (Levitt, 2002). Cette chute des honoraires d'audit est liée en partie à un effet-prix : les firmes d'audit ont accepté de baisser les prix de leurs missions de contrôle des comptes pour autant qu'elles puissent se rattraper sur les missions de conseil non réglementées. L'activité de conseil est en même temps devenue un véritable produit d'appel, faire-valoir indispensable à ces firmes pour attirer les jeunes diplômés dont elles ont besoin, peu incités à faire carrière dans l'audit à cause de la faiblesse relative du salaire d'embauche et du prestige social associés à cette profession. Et ce sont les entreprises clientes qui servent de débouché principal aux salariés des grandes firmes d'audit en terme de carrière : le plus souvent structurées en sociétés de personnes, ces dernières ne peuvent en effet offrir qu'un nombre limité de promotions à leurs salariés (Fondeur et Sauviat, 2002). Du fait de l'étroitesse de ce marché interne du travail, les employeurs organisent la mobilité externe de leur main-d'œuvre en conséquence, caractérisée par un taux de rotation élevé de la main-d'œuvre (16 % en 2000) .

Enfin, si les activités de conseil sont devenues la source majeure de profit des grandes firmes d'audit, elles sont en même temps revendiquées par la profession comptable américaine comme une source d'informations privilégiée et un moyen de mieux connaître l'entreprise, donc d'améliorer la qualité de la mission d'audit légal. Mais en nourrissant une plus grande promiscuité avec les dirigeants dont ils dépendent à la fois en matière d'information et de revenu, les auditeurs mettent leur indépendance, c'est-à-dire leur capacité à résister aux pressions, à rude épreuve.

Compte tenu de ces évolutions, les auditeurs ont eu de plus en plus de difficultés à assumer leur rôle de gardiens de l'intérêt général au cours des années 90 . La fin de cette décennie a en effet été marquée par une montée des conflits d'intérêt, ainsi qu'en témoignent d'une part l'accélération des irrégularités comptables au cours de cette période, d'autre part la progression des conflits entre actionnaires et cabinets d'audit. Et ce, en dépit de l'action conjointe de la Cour suprême, des cours de justice des Etats et du Congrès qui ont introduit en 1994, sous la pression de la profession, des changements destinés à limiter la responsabilité des grandes firmes d'audit dans les cas de fraudes commises par leurs clients et à les protéger en partie des poursuites judiciaires d'actionnaires . Enron aura été en quelque sorte l'aboutissement d'une série de mini scandales dont Arthur Andersen LLP a été l'un des principaux protagonistes tout au long de cette décennie (avec Sunbeam Corp. en 1998 et Waste Management en 1999), aux côtés de KPMG et de PricewaterhouseCoopers (deux des autres *Big Five*). Mais en raison de la structure oligopolistique du secteur, la mise en cause de leur réputation et leur sanction par le marché, en dépit des différents scandales, n'avait jusqu'à présent jamais eu véritablement à en souffrir. L'élimination d'Andersen apparaît ainsi plus que jamais exceptionnelle et unique en son genre dans l'histoire de l'audit.

« L'exubérance » très rationnelle des analystes financiers

L'érosion de la fameuse « muraille de Chine » qui interdit théoriquement toute communication directe, aussi bien écrite qu'orale, entre le département d'analyse financière et ceux de banque d'investissement et de vente des titres au sein d'une même banque a commencé à partir de mai 1975 : la SEC décide alors de déréglementer les commissions fixes sur les transactions de titres. Cette décision, qui intervient juste après la promulgation de la loi ERISA en 1974, illustre la montée en puissance des investisseurs institutionnels et le fait qu'ils deviennent la clientèle cible des grandes banques d'investissement, au détriment d'une clientèle de particuliers. La concurrence qui en a résulté est venue dégrader les marges des firmes de courtage. Ainsi, la restructuration de l'industrie financière américaine et la constitution de très grands conglomérats financiers durant la décennie 90 ont vu disparaître la plupart des maisons de courtage indépendantes, absor-

bées par les grandes banques d'investissement. Et les opérations de fusions-acquisitions et d'émission de titres sur les marchés primaires (introductions en bourse, augmentations de capital) au service des entreprises sont devenues le centre de profit déterminant des banques d'investissement, bien loin devant les activités d'analyse financière au service des investisseurs . Cette nouvelle structure des revenus a exacerbé les conflits d'intérêt professionnels au sein de la banque, plaçant les analystes financiers sous la dépendance des banquiers d'investissement.

Ces conflits d'intérêt sont apparus à la faveur de la hausse de la bourse mais certainement aussi de sa démocratisation (relative) . C'est en effet à partir de la deuxième moitié des années 90 que certains analystes *sell side* sont portés aux nues par les médias et la presse financière et que leur rémunération s'en trouve décuplée, illustrant la transformation d'un marché du travail professionnel sur le modèle du *star system* . Ces analystes vedettes sont devenus alors de véritables leaders d'opinion ; leur parole a pris soudainement valeur d'oracle. Leur influence sur le cours de bourse des entreprises s'en est trouvée surdimensionnée, de même que leur capacité à faire advenir des valorisations boursières et des introductions en bourse réussies sur le mode des prophéties auto-réalisatrices décrites par Orléan (1999). Ils ont été de ce fait de plus en plus utilisés par leur banque comme un moyen d'attirer de nouveaux clients à l'introduction en bourse, l'une des activités les plus lucratives avec le conseil en fusions-acquisitions. Ils y ont été d'autant plus incités qu'une partie de leur rémunération (bonus) est liée au volume de transactions engendré par leur recherche donc au revenu total de la banque. Et de fait, les recommandations de vente d'un titre sont devenues tout à fait marginales par rapport aux recommandations d'achat à la fin des années 90 : ce ratio est tombé à 1 % en 1999 (Coffee, 2002). Car en rétrogradant un titre à la baisse, les analystes prennent un triple risque : celui de ne plus avoir d'accès privilégié à l'information privée délivrée par les équipes dirigeantes des entreprises (participations à des *road shows*, contacts ou rencontres extra professionnels), voire de se couper définitivement de cette source d'information qui est aussi la condition d'une connaissance plus approfondie de l'entreprise et de leur visibilité professionnelle ; celui de se faire rappeler à l'ordre par leur hiérarchie au sein de la banque, voire d'être personnellement l'objet de sanctions qui prennent la forme d'une réduction des bonus, de pressions à la démission, etc. ; enfin, celui de subir les pressions de leurs clients, investisseurs institutionnels, inquiets qu'une recommandation négative ne vienne affecter la valeur de leur portefeuille de titres, sachant qu'ils sont les premiers et les plus gros acquéreurs d'actions et obligations sur les marchés primaires.

Ces pratiques, qui ne sont certes pas nouvelles, se sont largement répandues, avec l'emballement boursier et le biais systématiquement positif introduit par les analystes dans leur calcul des espérances de gains des entre-

prises cotées à la fin des années 90. Welch (2000) a montré en effet que l'imitation mutuelle des analystes vers un consensus optimiste est significativement plus importante en période de hausse boursière. Et les analystes financiers vedettes, qui donnent le ton, n'ont pas hésité à sacrifier la rigueur de leurs méthodes d'analyse en utilisant de nouvelles conventions d'évaluation, de plus en plus éloignées des fondamentaux de l'entreprise. Si ce processus est typique des périodes d'emballement boursier, où la distanciation croissante avec la réalité devient patente (Kindleberger, 1989), ces nouvelles conventions sont aussi largement le produit de la croyance partagée en une nouvelle ère. La nouveauté est en effet porteuse : à l'image des modes managériales, la croyance en une « nouvelle économie » et de nouveaux *business models* crédibilise les nouvelles méthodes d'évaluation, les nouvelles conventions comme la « convention Internet » (Boyer, 2001). Ces croyances surgissent en général en prenant appui sur des histoires populaires, tout juste plausibles à l'origine. La « nouvelle économie » fournit une bonne illustration de ce processus : l'idée est lancée en 1996 par M. Mandel, un diplômé en économie d'Harvard qui signe des éditoriaux économiques dans l'hebdomadaire *Business Week* ; elle sera reprise par plusieurs universitaires et en 1998 par le gouverneur de la banque centrale américaine A. Greenspan, qui lui apportent ainsi sa crédibilité et ses lettres de noblesse. Et comme le souligne Schiller (2002), il est difficile d'aller contre de telles histoires quand la théorie financière dominante est fondée sur l'hypothèse d'efficience des marchés.

Dans un travail récent, Orléan (2002) s'est efforcé de systématiser les résultats de ses recherches sur les acteurs des marchés financiers en montrant l'importance des croyances collectives ou sociales dans la détermination des comportements individuels des agents économiques. Leur rationalité consiste précisément selon lui à s'appuyer sur ces croyances collectives dans l'action, qu'ils ont contribué à façonner, même si leurs croyances individuelles ne vont pas forcément dans le même sens. Ce cadre explicatif a une certaine valeur heuristique pour éclairer le comportement des analystes vedettes des secteurs de la « nouvelle économie » à la fin des années 90, notamment le fait qu'ils se soient laissés emporter par les croyances collectives plutôt que par leurs méthodes d'analyse et leurs jugements individuels. Tel était en effet le prix à payer pour conserver leurs positions de pouvoir et leur statut au sein de leur banque et plus largement de la société, ainsi que les parts de marché de leur banque respective sur le segment hautement rémunérateur des introductions en bourse (Sauviat, 2003).

La rationalité des analystes financiers ne peut être que limitée et le cadre de leur interprétation nécessairement soumis à influence. Ils sont les principaux interprètes ou décodeurs de l'information relative aux projets d'entreprise et à l'avenir économique en général. S'il leur faut pour ce faire anticiper en permanence la valeur future des entreprises reflétée dans un prix

boursier, cet exercice d'interprétation en direction des investisseurs est nécessairement fragile : la valeur d'un actif financier reste en effet fondamentalement indéterminée et le prix des titres financiers de même que leur évaluation sont avant tout des construits sociaux (Zuckerman,1999).

La morale de l'histoire : faut-il que tout change pour que rien ne change ?

Le nouveau pouvoir financier s'est constitué sur la base d'une croissance de l'épargne collective et d'une redéfinition des rapports de force au sein du secteur financier, illustrée par l'abrogation du *Glass Steagall Act* aux Etats-Unis. Il a des effets normatifs sur les entreprises, en influençant leurs choix organisationnels et stratégiques, aidé en cela par des passeurs proches ou issus des milieux de la finance, que sont les professionnels de l'expertise et du conseil. Le modèle d'entreprise qui en découle montre une fragilité endogène, car très fortement corrélé à la performance boursière et au fonctionnement des marchés financiers, et porteur d'une instabilité à plus ou moins long terme. En outre, ce nouveau pouvoir financier s'est avéré relativement peu efficient en matière d'allocation du capital, compte tenu du coût exorbitant de levée des capitaux sur les marchés financiers qui profite surtout aux grandes firmes de Wall Street et d'une redistribution des richesses fort asymétrique.

En dépit de ces effets normatifs, ce nouveau pouvoir financier aura été en quelque sorte subverti de l'intérieur par les dirigeants d'entreprise pour se retourner apparemment contre lui-même, à savoir contre les investisseurs institutionnels qui font figure de victimes, aux côtés des investisseurs individuels ainsi que les salariés, touchés par les licenciements massifs. Pourtant, à bien y regarder, ce sont *in fine* les investisseurs individuels et les salariés qui en font les frais. Les premiers parce que leur épargne a été spoliée. Les seconds parce qu'ils ont pour certains non seulement perdu leur emploi mais parce qu'ils sont également touchés par la faillite de leurs plans d'épargne salariale et peut-être même par la remise en cause partielle de leurs droits à retraite dans le cadre de leurs régimes professionnels à prestations définies. Les investisseurs institutionnels ne sont après tout que des intermédiaires financiers qui gèrent une épargne qui ne leur appartient pas. Et même dans le cas des fonds de pension à prestations définies où l'entreprise s'engage à verser un niveau de pension, l'épargne accumulée comme expression des droits à retraite par les salariés n'est pas totalement garantie en cas de faillite de l'entreprise.

Si Jensen et Meckling (1976) ne croyaient pas si bien dire en postulant une asymétrie d'information fondatrice de la théorie de l'agence, ces deux auteurs ne pouvaient sans doute pas imaginer l'ampleur effective qu'elle prendrait, à vouloir peut-être un peu trop vite démontrer la supériorité du système de contrôle par les marchés financiers. La réallocation des flux de financement dans l'économie sous l'égide de ce nouveau pouvoir de la finance, c'est-à-dire des grandes banques d'investissement, maisons de courtage et gestionnaires d'actifs, a eu pour résultat d'accroître le risque systémique en redistribuant les risques à la fois sur l'entreprise, les salariés et les

ménages en général. Toutefois, ce nouveau pouvoir financier ne sera pas parvenu à accroître son pouvoir de contrôle sur les dirigeants d'entreprise. Il s'en sera fait plutôt des alliés objectifs, par le système de rémunération incitatif qu'il a influencé et par les cadeaux distribués sous la forme de titres d'entreprises sous-évalués à l'occasion d'introductions en bourse, dont le résultat aura été un enrichissement personnel fulgurant de ces dirigeants.

Références bibliographiques

Aglietta M. (1998), *Le capitalisme de demain*, Notes de la Fondation Saint-Simon, Paris, novembre.

Aglietta M. et Breton R. (2001), « Systèmes financiers, contrôle des firmes et accumulation du capital », dans *Régimes de gouvernement d'entreprise : différences nationales et stratégies d'entreprise*, sous la responsabilité scientifique de M. Aglietta, Rapport du Commissariat Général du Plan, Paris, septembre.

Allen D.G. & McDermott K. (1993), *Accounting for Success – A History of Price Waterhouse in America – 1890-1990*, Harvard Business School Press, Boston, Massachussets.

Aoki M. (2001), *Toward a Comparative Institutional Analysis*, MIT Press, Cambridge, Massachussets.

Boyer R. (2001), « La nouvelle économie au futur antérieur – Histoire, théories, géographie », *Cepremap*, Document de travail,n°13.

Brender A. et Pisani F. (2001), *Les marchés et la croissance*, Economica, Paris.

Chandler A.D. (1990), *Scale And Scope – The Dynamics of Industrial Capitalism*, The Belknap press of Harvard University Press, Cambridge, Massachussets.

Chesnais F. (1997), *La mondialisation du capital*, Alternatives économiques (édition augmentée), Paris.

Coffee J. (2002), « Understanding Enron: It's about the Gatekeepers, Stupid », *Columbia Law School, The Center for law and economic studies*, Working paper, n°207, July.

Duca J.V. (2001), « The Democratization of America's Capital Markets », *Economic and Financial Review*, Federal Reserve Bank of Dallas, second quarter.

Duménil G. et Lévy D. (2000), *Crise et sortie de crise – Ordre et désordres néo-libéraux*, PUF, Paris.

Fligstein N. & Markovitz L. (1993), « Financial Reorganization of American Corporations In the 1980s », in *Sociology and the Public Agenda*, W.J. Wilson (ed.), Beverly Hills, Ca.: Sage. 1993.

Fligstein N. & Shin T-J. (2002) « The Shareholder Value Society: A Review of the Changes in Working Conditions and Inequality in the US 1976-2000 », *Working paper, University of California, Berkeley* disponible sur le site http://sociology.berkeley.edu/faculty/fligstein

Fondeur Y. et Sauviat C. (2002), *Normes d'emploi et marché du travail dans les métiers liés aux technologies de l'information*, Rapport pour la Dares, ministère des Affaires sociales, du Travail et de la Solidarité, Paris, septembre.

Geisst C.R. (1997), *Wall Street - A History*, Oxford University Press, New York.

Jensen M.C. & Meckling W.H. (1976), « Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure », *Journal of Financial Economics*, n°3.

Kindleberger C.P. (1989), *Manias, Panics and Crashes – A History of Financial Crises*, Basic Books, second edition.

Krueger D. & Perri F. (2002), « Does Income Inequality Lead to Consumption Inequality? Evidence and Theory », Working Paper, NBER and CEPR disponible sur le site http://pages.stern.nyu.edu/~fperri/research.htm

Lazonick W. & O'Sullivan M. (2000), « Maximising Shareholder Value: A New Ideology for Corporate Governance », *Enonomy and Society*, Vol. 29, n°1, February.

Levitt A. (2002), *Take on the Street – What Wall Street and Corporate America Don't Want You to Know*, (with Dwyer P.), Pantheon Books, New York.

Lordon F. (2000), « La création de valeur comme rhétorique et comme pratique. Généalogie et sociologie de la valeur actionnariale », *Fonds de pension et nouveau capitalisme*, L'année de la régulation, la Découverte, Paris.

McKenna C. (1995), « The Origins of Modern Management Consulting », *Business and Economic History*, vol. 24, n°1, Fall.

McKenna C. (2001), « The World's Newest Profession: Management Consulting in the Twentieth Century », *Enterprise and Society*, December n°2.

Montagne S. (1999), « Formation du cours de bourse : les acteurs, leurs logiques, leurs interactions », *la Revue de l'Ires*, n°29, hiver 1998-99.

Montagne S. (2001), « De la pension governance à la corporate governance : la transmission d'un mode de gouvernement », *Revue d'économie financière*, n°63, Paris.

Montagne S. et Sauviat C. (2000), *Les comportements de gestion de la main-d'œuvre de quelques grandes entreprises françaises face à la mondialisation financière,* Rapport pour la Dares, ministère de l'Emploi, Paris, juillet.

Montagne S. et Sauviat C. (2001), « L'influence des marchés financiers sur les politiques sociales des entreprises : le cas français », *Travail et emploi,* n°87, juillet.

Plihon D. (2002), *Rentabilité et risque dans le nouveau régime de croissance*, Rapport du Commissariat Général du Plan, La Documentation française, octobre, Paris.

Orléan A. (1999), *Le pouvoir de la finance*, Editions Odile Jacob, Paris.

Orléan A. (2002), « Le tournant cognitif en économie », *Revue d'economie politique,* n°5, septembre-octobre.

Reich R. (1993), *L'économie mondialisée*, Dunod, Paris.

Roe M. (1994), *Strong Managers, Weak Owners, the Political Roots of American Corporate Finance*, Princeton University Press.

Sauviat C. (1995), *Les réseaux internationaux de services : le cas du conseil et de l'audit*, Rapport pour la mission d'études des secteurs des services, ministère des Entreprises et du Développement économique, Paris.

Sauviat C. (2002a), « Enron, une énorme défaillance de marché », *Chronique internationale de l'Ires*, n°74, janvier.

Sauviat C. (2002b), « La loi Sarbanes Oxley, une réponse précipitée et partielle aux failles du système de contrôle des marchés financiers », *Chronique internationale de l'Ires*, n° 79, novembre.

Sauviat C. (2003), « L'audit et l'analyse financière : deux professions dans la tourmente … So what? », *Actes de la recherche en sciences sociales*, à paraître.

Schiller R.J. (2002), « Bubbles, Human Judgment and Expert Opinion », *Financial Analysts Journal*, vol. 58, n°3, May/June.

Smith & Walter (1996), « Global Patterns of Mergers and Acquisition Activity in the Financial Industry », *Insead Working Paper,* n°96/80/EPS.

Useem M. (1993), *Executive Defense – Shareholder Power and Corporate Reorganization*, Harvard University Press, Cambridge Mass.

Useem M. & Hess D. (1999), « Governance and Investments of Public Pensions », in *What Can Public Pensions Teach Us*?, Hustead E. & Mitchell O. ed., University of Pensylvania Press for the Pension Research Council, Philadelphia.

Weisbenner S.J. (2000), « Corporate Share Repurchases in the 1990: What Role do Stock Options Play? », *Federal Reserve Board,* Working paper, April.

Welch I. (2000), « Herding Among Security Analysts », *Journal of Financial Economics*, vol. 58, n° 3.

Zuckerman E.W. (1999), « The Categorical Imperative: Securities Analysts and the Illegitimacy Discount », *American Journal of Sociology*, vol. 104, n°5, March.

Table des sigles utilisés

CEO : Chief Executive Officer

ERISA : Employee Retirement Income Security Act

EVA : Economic Value Added

FASB : Financial Accounting Standards Board

FMI : Fonds Monétaire International

FOF : Flows Of Funds

FP : Fonds de pension

GATT : General Agreement On Tariffs And Trade

IRAs : Individual Retirement Accounts

MF : Mutual Funds

NYSE : New York Stock Exchange

OCDE : Organisation de coopération et de développement économique

OMC : Organisation mondiale du commerce

OPA : Offre publique d'achat

SEC : Securities Exchange Commission

SPE : Special Purpose Entities