

Actifs intangibles et performance des sociétés cotées

Sandra Cavaco^a, Edouard Challe^b, Patricia Crifo^b et Antoine Rebérioux^c

a : LEM, Université Paris II Panthéon Assas

b : Ecole Polytechnique

c : EconomiX, Université Paris X Nanterre

Projet de recherche

Mars 2009

La crise écologique et financière qui caractérise le début du XXIème siècle place les enjeux de Développement Durable au cœur des nos économies de marché et renforce la nécessité de restaurer les conditions d'une croissance durable orientée vers le long terme.

Que peut faire un investisseur financier de long terme pour favoriser des investissements réels de long terme? La transition d'une économie industrielle vers une économie où les actifs « intangibles » (R&D, relations de travail, gestion des connaissances, gouvernance, etc.) sont des moteurs de croissance est un constat largement partagé (OECD, 2006). Si ces actifs posent des problèmes d'évaluation aigus à court terme – apparaissant le plus souvent comme des charges – ils sont à la base de la préservation d'une rente concurrentielle sur le long terme. Pour des investisseurs financiers disposant d'un horizon de valorisation long – fonds souverains, fonds stratégiques, fonds publics de lissage des retraites, fonds de pension privés ou compagnies d'assurance – l'identification précise de ces sources de croissance est un enjeu stratégique majeur, susceptible d'infléchir tant l'allocation des actifs (choix de portefeuille) que la manière d'assumer son rôle de propriétaire (une fois entré au capital des sociétés).

Cette recherche se propose d'identifier de manière aussi fine que possible l'impact des intangibles sur la performance des sociétés cotées à Euronext-Paris. Ce projet s'appuie sur l'exploitation d'une base de données originale, recoupant des informations économiques, financières (comptables et boursières) et extra-financières (qualité des relations sociales, politique environnementale, gouvernance d'entreprise) pour les sociétés du SBF250 sur la période 2000-2008.

Objectifs

On doit à Nakamura (2003) et à Corrado, Hulten et Sichel (2006) les tentatives les plus abouties pour fournir une évaluation du poids des intangibles dans l'économie américaine. Ces travaux montrent que dans la première moitié des années 2000, les investissements en intangibles sont d'un montant comparable aux investissements en capital tangible. Et l'accumulation de ces deux types d'actifs contribuent d'un poids équivalent à la croissance annuelle de la productivité du travail sur la période 1995-2003. Les investissements en intangibles, notamment ceux liés aux connaissances, pourraient en outre expliquer une part importante de la productivité globale des facteurs (ou résidu de Solow), qui « mesure » le progrès technique (Rapport de la Commission, 2003, p 44). Parmi ces intangibles, le travail mené par Corrado et alii (2006) montre que les dépenses liées au capital humain (organisation, formation) et à la gouvernance stratégique (qualité de la prise de décision, réactivité, etc.) constituent le principal poste – devant les technologies de l'information et de la communication (TIC), la R&D ou l'entretien d'une marque – et le principal contributeur à la croissance de la productivité du travail. D'un point de vue micro-économique, de nombreuses études sur données d'entreprises ont cherché à quantifier l'impact des intangibles sur la performance des firmes – notamment dans le cas de la R&D (Griliches, 1994) et des TIC (Black et Lynch, 2001).

Ces observations sont cohérentes avec l'argument que les pratiques innovantes en matière environnementales, sociale et de gouvernance (facteurs dits ESG dans la mise en œuvre du développement durable par les entreprises) tendent à améliorer la performance et la productivité non pas de manière isolée mais plutôt en tant que combinaison cohérente de pratiques complémentaires.

Il convient alors d'examiner plus spécifiquement comment la combinaison d'actifs intangibles complémentaires - capital technique (R&D), capital humain, et capital organisationnel (facteurs ESG) – permet de constituer un levier de performance et de productivité.

Ce projet s'intéresse plus spécifiquement à deux catégories d'intangibles : la qualité de la gouvernance d'entreprise à travers la composition des conseils d'administration (*Axe 1*) et la qualité des stratégies de valorisation du capital humain (*Axe 2*). Ce faisant, ce projet rejoint la préoccupation croissante des analystes et investisseurs financiers pour des critères 'extra-financiers', qui regroupent généralement la prise en compte des dimensions sociales et environnementales de l'activité ainsi que la gouvernance d'entreprise. L'intégration de ces critères dans les stratégies d'investissement tend aujourd'hui à s'affirmer en Europe, avec le développement d'agences de notation spécialisées (Vigeo, Eiris, CoreRatings et Innovest notamment).

Axe 1 : Conseil d'administration et performance

Les débats sur la composition des conseils d'administration – initiés par les investisseurs et régulateurs américains au tournant des années 1970-80 et revivifiés par la crise de 2007-2008 – ont d'abord consacré la question de l'indépendance. Un conseil composé principalement ou en totalité de membres « indépendants » est généralement perçu comme le gage d'un contrôle efficace de la direction, donc d'une allocation optimale des ressources de la firme. Les résultats empiriques sur données d'entreprises américaines sont toutefois peu probants, un nombre important d'études pointant un effet *néгатif* de l'indépendance sur la performance des firmes (Bhagat et Black, 1999). Dans le cas français, si le critère d'indépendance a indéniablement gagné en importance depuis une décennie, aucune étude ne s'est encore intéressée à l'impact sur la performance.

Ce premier axe se propose de mesurer l'impact de l'indépendance et de l'expertise des administrateurs sur différentes mesures de la performance des firmes (productivité du travail, rentabilité économique et financière, valorisation boursière).

Axe 2 : condition de travail et performance

Le second axe de cette recherche s'intéressera à l'impact des conditions de travail et relations sociales sur la performance des entreprises. L'importance prise par le capital humain, dans une économie fondée sur les connaissances, est un thème récurrent de la littérature en théorie de la firme (Foray, 2004). Les études cherchant à apprécier l'influence des nouvelles formes d'organisation du travail (décentralisation de la prise de décision, rotation de postes, etc.) sur la productivité sont une première manière de traiter de ce thème (Caroli et Van Reenen, 2001). Une appréciation plus globale des conditions de travail et de valorisation du capital humain, au-delà de la mise en œuvre d'une série d'innovations organisationnelles, fait toutefois défaut. Dans cette voie, l'étude d'Edmans (2008) se distingue: celle-ci mesure la performance (comptable et boursière) relative des 100 firmes américaines considérées comme ayant les conditions de travail les plus favorables. Cette étude suggère que la qualité des conditions de travail accroît la performance économique des firmes, sans que ceci ne soit parfaitement reflété dans leur valeur boursière. Ces résultats s'appuient toutefois sur une mesure limitée de la qualité, opposant simplement les 100 meilleures firmes aux autres. Ils demandent à être étayés à partir d'une mesure plus fine des stratégies en matière de capital humain, classant les firmes sur un spectre plus large.

Références indicatives

Baghat S. et Black B. (1999), "The uncertain relationship between board composition and firm performance", *Business Lawyer*, vol.54, pp.921-963.

- Black S. et Lynch L. (2001), "How to Compete: the Impact of Workplace Practices and Information Technology on Productivity", *Review of Economics and Statistics*, vol.83 (3), 434-445.
- Caroli E. et Van Reenen J. (2001), "Skill Biased Organizational Change? Evidence from a Panel of British and French Establishments", *Quarterly Journal of Economics*, vol.116 (4), 1449-1492.
- Commission of the European Communities (2003), "Study on the measurement of intangible assets and associated reporting practices", mimeo.
- Corrado C., Hulten C. et Sichel D. (2006), "Intangible Capital and Economic Growth", *NBER working paper*, n°11948.
- Edmans A. (2008), "Does the Stock Market Fully Value Intangibles? Employee Satisfaction and Equity Prices", available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=985735>
- Foray D. (2004), *The Economics of Knowledge*, Boston, MIT Press.
- Griliches Z. (1994), "Productivity, R&D, and the data constraint", *American Economic Review*, vol.84 (1), March, 1-23.
- Nakamura L. (2003), "The Rise in Gross Private Investment in Intangible Assets since 1978", Federal Reserve Bank of Philadelphia, mimeo.
- OECD (2006), *Intellectual assets and value creation: Implications for corporate reporting*, Corporate Affairs Division, Directorate for Financial and Enterprise Affairs, 10 December, Paris. <<http://www.oecd.org/daf/corporate-affairs/>>.

Calendrier prévisionnel

Construction de la base de données : printemps à automne 2009.

Traitement statistique et économétrique des données : Fin 2009 à printemps 2010.

Rédaction / circulation / reprise des résultats : 2010- début 2011.

Ce projet bénéficie du soutien de la Caisse des Depots et Consignation.