

Page 1

TRISTAN AUVRAY, THOMAS
DALLERY & SANDRA RIGOT :

- Renverser la financiarisation
des entreprises

Page 4

- Séminaires & colloques
- Ouvrages

CEPN Policy Brief

Renverser la financiarisation des entreprises

Tristan Auvray, CEPN ; Thomas Dallery, CLERSE ; Sandra Rigot, CEPN

Résumé :

*La financiarisation des entreprises correspond au transfert, vers l'emploi et l'investissement, du risque financier que devraient supporter les actionnaires. Elle repose sur deux piliers : la gouvernance des firmes, qui accorde un poids prépondérant aux décisions actionnariales, et l'organisation de la liquidité sur les marchés financiers, qui permet une mobilité accrue des capitaux. Ce système pousse les entreprises à faire des choix d'allocation du capital de court terme qui alimentent les rentes de la finance. Plusieurs pistes existent pour que les pouvoirs publics, à un niveau national ou européen, mettent un frein à cette dynamique délétère pour l'investissement et l'emploi. Nous résumons ici quelques éléments de notre ouvrage *L'entreprise liquidée*. La finance contre l'investissement, paru en 2016 aux éditions Michalon (cf. [CEPN Policy Brief #8](#)).*

¹ Les investisseurs institutionnels correspondent aux fonds de pension et aux compagnies d'assurance qui collectent l'épargne des ménages pour la faire fructifier sur les marchés financiers en vue d'une prestation de retraite ou du paiement d'une assurance-vie. Les investisseurs institutionnels délèguent généralement leurs activités de placement à des gestionnaires d'actifs, et peuvent aussi déléguer les droits de votes associés à leurs actions à des sociétés de conseil de vote (les *proxy advisors*). L'ensemble de cette industrie financière se rémunère sous forme de commissions qui sont prélevées in fine sur les entreprises ou les débiteurs. En 2012 les fonds de pension et compagnies d'assurance pesaient 46000 milliards de dollars d'actifs alors que les gestionnaires d'actifs en pesaient 60000 milliards de dollars (dont la moitié gérée au sein de groupes bancaires). Pour comparaison, en 2012, le stock de dette publique mondiale s'élevait alors à 49000 milliards de dollars. Source : Auvray et al. (2016).

² Source : Flow of Funds, Federal Reserve, Table F. 102. Moyenne mobile sur 5 ans sur la période 1965-2014.

Actionnaires et dividendes

Depuis une quarantaine d'années aux États-Unis et une vingtaine d'années en Europe, les actionnaires des grandes sociétés cotées en bourses ont changé de nature. Dans la plupart des firmes, de grands actionnaires en mesure de les contrôler existent toujours (des familles, des États...). Mais à leurs côtés gravite désormais un ensemble d'investisseurs institutionnels¹ avec qui ils doivent composer. L'ensemble de ces acteurs a par ailleurs vu ses opportunités de placement se démultiplier grâce à la mobilité accrue des capitaux permise par la démultiplication des produits financiers et l'interconnexion sans entrave des places financières sur l'ensemble du globe.

Alors que ces actionnaires sont censés supporter le risque, c'est-à-dire la variabilité des profits dont sont issus leurs dividendes, ils parviennent à s'assurer des paiements toujours croissants. Aux États-Unis, par exemple, la part du profit que les entreprises non financières consacrent au paiement net de dividendes est passée de 20 %-25 % dans les années 1970 à 40 %-60 % au cours des 20 dernières années². Pour les sociétés cotées à la bourse de New-York, Lazonick (2014) montre que depuis les années 1980 plus de 75 % de leur profit est consacré au paiement de dividendes et aux rachats d'actions³. Les entreprises diminuent donc la part des profits consacrée à l'investissement, ce qui nuit à la dynamique de l'emploi.

L'explication standard de la financiarisation des entreprises

La financiarisation des entreprises se manifeste ainsi dans des réactions de court-terme des firmes qui privilégient le versement de cash aux actionnaires et la valorisation immédiate du prix des actions au détriment de l'investissement productif. Ce comportement a été nommé « myopie managériale » par la littérature économique standard⁴. Les trois mécanismes qui conduisent à cette myopie sont les suivants : les dirigeants ont des rémunérations et des schémas de carrières indexés aux profits de court terme ou au prix des actions, ils utilisent les dividendes comme un signal de bonne santé de la firme, et les menaces de prises de contrôle hostiles les incitent à accroître le prix de l'action pour limiter les tentatives de rachats par des concurrents, cet accroissement du prix se faisant généralement par des versements de dividendes. Ce courant de la littérature considère que les managers sont myopes car les actionnaires sont aveugles : ils ne savent pas ce qui se passe dans la firme par asymétrie d'information. Mais si on améliorerait la transparence et les mécanismes de pouvoir et de surveillance en faveur des actionnaires, les choses rentreraient dans l'ordre : les ventes d'actions sur les marchés boursiers, et la chute des cours qui s'ensuivrait, pourraient alors redevenir le sain mécanisme disciplinaire de dirigeants qui n'investissent pas assez quand il le faut.

draît (ou trop quand il ne le faudrait pas, ce « gaspillage des ressources » étant une hypothèse fréquemment retenue dans cette littérature).

Liquidité et financiarisation

Si l'on peut s'accorder sur l'identification des problèmes (rémunérations indexées sur le prix des actions, politiques de dividende excessives, menace de rachat sur les marchés boursiers) on peut néanmoins en questionner les causes – et donc les remèdes – qui, à notre sens, sont l'inverse exact de celles identifiées dans le cadre du paradigme des asymétries d'information. D'une part, les conseils d'administration (la gouvernance d'entreprise) sont déjà dominés par des décisions de nature actionnariale et, d'autre part, la multiplication des opportunités de placement et la possibilité accrue de revente des titres à tout moment (la liquidité) ne peuvent que conduire les actionnaires à aggraver les sanctions envers les dirigeants qui privilégieraient l'investissement aux dividendes.

Keynes (1936) a été le premier à identifier que la liquidité était la raison d'être des marchés financiers en même temps qu'elle était la cause de la dépression de l'investissement. La raison principale tient à ce que les actionnaires ne font pas leurs achats et ventes d'actions en fonction d'anticipations sur la rentabilité future que permettent les investissements productifs d'aujourd'hui. Ils réalisent ces opérations en fonction de leurs anticipations sur ce que sera la croyance collective du marché sur le prix de l'action dans un futur proche. Ces croyances étant volatiles, l'investissement productif des firmes le sera aussi : la variabilité des cours entraîne la variabilité des projets d'investissements des entreprises. Pour contrer cette variabilité, l'une des solutions consiste à verser toujours plus de cash aux actionnaires pour s'en attirer les bonnes grâces.

A ceux qui voient dans le paiement des dividendes et les rachats d'actions la juste rémunération d'un capital apporté par le passé, rappelons que la contribution de ce financement par action est aujourd'hui marginale, voire négative aux États-Unis depuis 35 ans maintenant. Pour tout dollar d'investissement productif réalisé par les sociétés non financières américaines, celles-ci ont versé en moyenne 17 cents aux actionnaires sous la forme de rachats nets d'actions⁵ depuis le début des années 1980 (Hecht, 2014). En Europe, depuis le milieu des années 1990, le financement net par action correspond à seulement de 10% du financement des firmes non financières (Auvray et al. 2016). Il s'agit d'une contribution bien maigre si l'on considère les dégâts engendrés par les actionnaires en matière d'investissement et d'emploi.

Des preuves accablantes

En effet, quelles que soient les approches théoriques retenues, de nombreuses études empiriques ont cherché à évaluer les effets positifs ou négatifs des marchés financiers et des investisseurs institutionnels sur l'investissement des firmes depuis les années 1980. Leurs résultats convergent depuis les années 2000. Brossard et al. (2013) montrent par exemple, sur un échantillon de firmes européennes innovantes, que la présence massive d'investisseurs institutionnels impatientes (ceux qui font tourner l'intégralité de leur portefeuille en moins de deux ans) a un impact négatif sur les dépenses de R&D. Auvray et al. (2016) montrent sur un échantillon de firmes cotées européennes un effet néfaste de l'actionnariat institutionnel tant sur l'emploi que sur l'investissement. Aux États-Unis, Asker et al. (2015) ont montré que les firmes non cotées investissent plus que les firmes cotées alors que l'accès au marché boursier est censé réduire le coût du capital financier nécessaire à l'investissement en capital productif. On peut aussi noter l'étude de Fang et al. (2014) qui montre que, sur le marché boursier américain, un accroissement de la liquidité des titres produit une réduction de l'innovation future des firmes. Lorsque les sorties du capital sont facilitées par la liquidité, la tentation est grande de couper dans les investissements pour que le cash non investi soit utilisé à l'amélioration du prix de l'action. Nous disposons donc aujourd'hui de la preuve empirique qu'il existe non seulement un problème avec les investisseurs institutionnels court-termistes mais que le court-termisme est inhérent au marché boursier lui-même.

Gouvernance et financiarisation

Aux côtés de la liquidité, la gouvernance est l'autre levier par lequel les actionnaires parviennent à faire entendre aux dirigeants leur désir de rentabilité. Depuis le milieu du XIXe siècle les grandes sociétés de capitaux sont en effet régies par le principe une action = une voix. Plus l'actionnaire a de capital, plus il a de pouvoir. Bien que le droit considère que l'actionnaire n'est pas le propriétaire de l'entreprise, la propriété des actions de la société lui confère néanmoins certains droits qui vont être cruciaux sur l'orientation stratégique des firmes (nomination des membres du conseil d'administration, qui nomment en retour le directeur général). Plus généralement, l'accroissement du nombre de décisions qui doivent être soumises à une décision des actionnaires en assemblée générale contraint toujours un peu plus les dirigeants d'agir dans leur sens. Or ces décisions vont de plus en plus à l'encontre de l'investissement productif des firmes.

³ Les rachats d'actions sont une pratique qui consiste pour une entreprise à racheter ses propres actions. Le rachat d'action est un mode de rémunération des actionnaires : lorsqu'une entreprise rachète ses propres actions, i) elle verse du cash aux actionnaires qui acceptent de le lui revendre, et ii) elle augmente le bénéfice par actions des actionnaires restant dans le capital, un même niveau de bénéfice pouvant maintenant être réparti entre moins d'actions.

⁴ Par exemple, Narayanan (1985), Miller et Rock (1985), Stein (1988).

⁵ Les émissions nettes d'actions correspondent aux émissions d'actions diminuées des rachats d'actions, c'est-à-dire à l'argent effectivement apportés aux firmes par les actionnaires. Des émissions nettes négatives, c'est-à-dire des rachats nets positifs, signifient que les firmes financent les actionnaires et non l'inverse.

⁶ On se contentera ici de renvoyer, à titre illustratif, à l'affaire qui s'est déroulée au printemps dernier autour de la rémunération du dirigeant de Renault, Carlos Ghosn, et qui est tout à fait symptomatique de ces évolutions : les actionnaires ne constituent pas un contre-pouvoir satisfaisant puisque les dirigeants peuvent les acheter en maximisant la trésorerie à leur disposition, au détriment de l'investissement.

Les études sur le court-termisme ont connu un regain d'intérêt notamment en raison d'un rôle de plus en plus actif joué par certains actionnaires, les *hedge funds*, en assemblée générale et dans les conseils d'administration des firmes américaines au cours des années 2000. Coffee et Palia (2016) montrent que l'activisme de ces actionnaires se traduit dans bien des cas par un déclin des dépenses de R&D et d'investissement mais aussi par un transfert de richesse des créanciers et des salariés vers les actionnaires. En Europe, c'est la présence croissante et concomitante des *hedge funds* et des investisseurs institutionnels depuis la fin des années 1990 qui a bouleversé les pratiques de vote en assemblée générale et dans les conseils d'administration, et en oriente la conduite vers plus de cash pour les actionnaires⁶.

Un investisseur public, une liquidité limitée, et de véritables contre-pouvoirs dans la gouvernance

Refusant d'assumer le risque financier de la variabilité des bénéfices, les actionnaires transfèrent ce risque sur l'investissement, l'emploi et les systèmes de protection sociale qui, *in fine*, en supportent le coût. Les sources de cette financiarisation ayant été identifiées dans la liquidité des marchés financiers et la gouvernance des firmes, ce sont sur ces deux causes qu'il convient d'agir. Parmi les nombreuses pistes que nous envisageons dans notre ouvrage (Auvray et al. 2016), nous en mentionnerons une qui joue à la fois sur le tableau de la liquidité et de la gouvernance.

Une banque publique de financement de l'investissement à l'échelle européenne ou nationale peut jouer le rôle d'intermédiaire entre l'épargne placée à long terme dans des fonds de pension ou des compagnies d'assurances et les entreprises. Les investisseurs privés délèguent déjà la gestion de leurs actifs et leur pratique de vote à des tiers, selon une chaîne d'intermédiaires très coûteuse, ce qui contribue à la pression sur les entreprises. On pourrait les inciter à se tourner vers un seul investisseur, public et non coté, qui aurait le temps d'investir les fonds sur le long terme. Cette banque publique serait de fait financée par les investisseurs, ce qui ne pénaliserait pas les déficits publics et permettrait de remettre à l'ordre du jour une politique industrielle. Une telle banque, et ses ramifications régionales, pourrait également soutenir, dans les sociétés qu'elle contribue à financer, la nomination d'administrateurs ingénieurs ou avec une bonne connaissance de l'industrie, et qui seraient en mesure de défendre les

stratégies s'inscrivant dans une planification industrielle. De simples règles comptables ou une garantie de la Banque centrale suffiraient pour réorienter les investisseurs institutionnels vers un tel intermédiaire public.

Bibliographie

- **Asker, J., Farre-Mensa, J. & Ljungqvist, A.** (2015), "Corporate investment and stock market listing: A puzzle?", *Review of Financial Studies*, 28 (2), p. 342–390.
- **Auvray, T., Dallery, T. & Rigot, T.** (2016), *L'entreprise liquidée. La finance contre l'investissement*, Michalon, 2016.
- **Brossard, O., Lavigne, S. & Saking, M.** (2013), "Ownership structures and R&D in Europe: the good institutional investors, the bad and ugly impatient shareholders", *Industrial and Corporate Change*, 22 (4), p. 1031–1068.
- **Coffee, J.C. & Palia, D.** (2016), "The Wolf at the Door: The Impact of Hedge Fund Activism on Corporate Governance", *Annals of Corporate Governance*, 1(1), p. 1–94.
- **Fang, V.W., Tian, X. & Tice, S.** (2014), "Does stock liquidity enhance or impede firm innovation?", *Journal of Finance*, 69 (5), p. 2085–2125.
- **Hecht, J.** (2014), "Is net stock issuance relevant to capital formation? Comparing heterodox models of firm-level capital expenditures across the advanced and largest developing economies", *Cambridge Journal of Economics*, 38 (5), 1171–1206.
- **Keynes J.M.** (1936), *The General Theory of Employment, Interest, and Money*, Cambridge University Press.
- **Lazonick, W.** (2014), "Profits without Prosperity: Stock Buybacks Manipulate the Market and Leave Most Americans Worse Off", *Harvard Business Review*, September, p. 47-55.
- **Miller, M.H. & Rock, K.** (1985), "Dividend policy under asymmetric information", *The Journal of Finance*, 40 (4), p. 1031–1051.
- **Narayanan, M.P.** (1985), "Managerial incentives for short-term results", *The Journal of Finance*, 40(5): 1469–1484.
- **Stein, J.C.** (1988), "Takeover threats and managerial myopia", *The Journal of Political Economy*, 96 (1), p. 61–80.

Séminaires & Colloques

07 oct. 2016 – 14 :00-16:00 – 2eme atelier de recherche PFR-Ciera – CEPN sur le thème "La figure du consommateur immigré en Europe : regards croisés franco-allemands" - Liepzig

« Sociétés post-migratoires et transformation des pratiques alimentaires européennes »

Contact : Virginie Dercourt (virginie.dercourt@univ-paris13.fr)

07 oct. 2016 – 14 :00-16:00 – Séminaire du CEPN – Université Paris 13 - Campus de Villetaneuse – Amphi A

MICHEL AGLIETTA (ECONOMIX UNIVERSITÉ PARIS OUEST & CEPII)

Présentation de l'ouvrage : "*La Monnaie - Entre dettes et souveraineté*"

(Co-écrit avec Pépita Ould Ahmed et Jean-François Ponsot)

Discussion introduite par Marc Lavoie (CEPN)

12 oct. 2016 – 09:00-17:30 – 4ème Journée d'Économétrie Appliquée à la Macroéconomie (JEAM)

– MSH Paris Nord –

ORGANISÉ PAR LE LABEX MME-DII ET LE CEPN

Contact : Francesco Serranito (serranito@univ-paris13.fr)

12 Oct. 2016 – 13:30-18:30 – Table ronde 'Notre santé en Danger' – CEPN sur le thème :

« Le 100% sécu, du possible au comment »

– MSH Paris Nord –

Contact au CEPN : Nicolas Da Silva (nicolas.da-silva@univ-paris13.fr)

25 nov. 2016 – 14:00-17:00 – Séminaire CEPN (Axe 1) – Université Paris 13 - Campus de Villetaneuse – K301

CHRISTOPHE GOUPIL (physicien, LIED, UNIVERSITÉ PARIS DIDEROT),

"Of Economists and Physicists: the quest of a paradigm"

8 déc. 2016 – Colloque MACME III sur le thème :

"Modelling and analysis of complex monetary economies"

– Lieu à préciser –

ORGANISÉ PAR LE CEPN (UMR CNRS, U. PARIS 13) ET LE LIPN ((UMR CNRS, U. PARIS 13)

Contact : Dany Lang (dany.lang@univ-paris13.fr)

8-9 déc. 2016 – 12:30-14:00 – Workshop PsyCHIC (PSYchology, Consumer Heterogeneity, Information & Communication)

– MSH Paris Nord –

ORGANISÉ PAR LE LABEX MME-DII ET LE CEPN

PLUS D'INFORMATIONS : <https://sites.google.com/site/parispsychic/>

Ouvrages



DES CAPITALISMES NON ALIGNÉS - LES PAYS ÉMERGENTS. OU LA NOUVELLE RELATION INDUSTRIELLE DU MONDE

JOËL RUET

RAISON D'AGIR • Oct. 2016 • ISBN : 9782912107831 • 20 € • 224 p.

L'essor des économies émergentes constitue l'une des grandes transformations du XXI^e siècle. Elles restent pourtant bien mal comprises. Elles ne convergent pas plus vers un modèle capitaliste-libéral en voie d'unification qu'elles ne peuvent être réduites à des capitalismes d'État centralisés et autoritaires. Ces émergences sont marquées par l'invention de formes étatico-économiques originales, non seulement non-alignées aux capitalismes de l'Occident mais déjà capables de changer la face de la mondialisation. Une foisonnante diversité, telle est la « nouvelle façon du monde » qui ré-ouvre l'hypothèse capitaliste.