

Analyse



La financiarisation
des entreprises

Un impact profond
sur la gouvernance
des entreprises

Réseau

Financité

Ensemble, changeons la finance



FÉDÉRATION
WALLONIE-BRUXELLES

L'éternel débat sur les relations capital-travail est loin d'être dépassé. Il est au cœur des questionnements sur la financiarisation des entreprises, laquelle favoriserait le capital au détriment du travail. En cause, le pouvoir accru des actionnaires – en particulier des investisseurs institutionnels – dans la gouvernance des entreprises. Explications.

En quelques mots :

- Depuis les années 80, l'on assiste à une financiarisation de l'économie et des entreprises.
- Celle-ci entraînerait une transformation des pratiques de gouvernance, au détriment des salariés et de l'investissement, et en faveur des actionnaires.
- Ceci alimente des débats virulents entre la gauche et la droite.

Mots clés liés à cette analyse : système financier, entreprise, acteurs financiers, action boursière, travailleurs.

1 Introduction

Par « financiarisation », on désigne l'importance grandissante de la finance dans le paysage économique, et au sein des entreprises :

- 1 dans le paysage économique, cela se traduit par la taille et la rentabilité importantes (souvent qualifiées de démesurées) des activités financières ;
- 2 au sein des entreprises, on observe un accroissement du recours au financement par les marchés financiers.

Cette analyse se propose d'approfondir la deuxième dimension, soit la financiarisation des entreprises, la première dimension ayant été abordée dans une précédente analyse dédiée à la financiarisation de l'économie¹. Nous ne revenons dès lors pas sur les éléments historiques de la financiarisation, déjà traités dans cette dernière.

2 La financiarisation des entreprises

La vague de libéralisation des années 80 avait pour but de favoriser la concurrence entre les acteurs, qui devait permettre une meilleure allocation des ressources et donc une baisse des coûts de production et une hausse de la productivité. Cet objectif a-t-il

¹ DE GHELLINCK M. (2015), « Financiarisation de l'économie. Quelles conséquences économiques ? », Réseau Financité, mars 2015.

été atteint ? S'il est malaisé de répondre à cette question, on peut se demander si l'évolution marquée par la concentration du capital et l'augmentation de la taille des entreprises va bien dans le sens d'une meilleure allocation des ressources.

L'une des principales caractéristiques de cette évolution concerne les rapports capital-travail, que la libéralisation économique aurait profondément modifiés. Cet aspect alimente, sans surprise, de vifs débats politiques opposant les tenants de la gauche et de la droite. Les premiers affirment que cette évolution conduit à une dégradation des conditions de travail des employés et ouvriers et à une concentration du capital, et les seconds réfutent bien évidemment ces arguments.

2.1 Le rapport capital – travail

Dans sa phase industrielle, le développement du capitalisme reposait sur l'expansion de la production, et les bénéfices réalisés étaient alors alloués en grande partie à des investissements productifs (par exemple, l'achat de machines plus performantes ou la construction de nouvelles usines).

Aujourd'hui, les bénéfices des entreprises seraient, de manière croissante, redistribués au capital (c'est-à-dire aux actionnaires), et non alloués aux investissements (afin d'assurer la pérennité à long terme des entreprises) ou redistribués aux salariés. Les intérêts des actionnaires primeraient donc dans les décisions prises par le patronat, aux dépens des salaires et de l'investissement.

Ainsi, Michel Husson relate dans son livre, *Un pur capitalisme*, que, depuis le début des années 80, malgré la hausse du taux de profit, les taux d'investissement ont diminué à peu près partout dans le monde. La masse croissante de profits non investis a été principalement distribuée sous forme de revenus financiers^{2 3}, ce qui revient à diminuer la part des bénéfices redistribuée aux salariés ou réinvestie dans l'entreprise.

Signe de cette évolution, les entreprises françaises ont distribué 85 % de leurs bénéfices en dividendes en 2012, alors qu'à la fin des années 1980 ce chiffre était de 30 %.

2 MAISSIN Gabriel, (au sujet du livre de Michel Husson) Michel Husson, la finance et l'économie réelle. Disponible sur <http://politique.eu.org/spip.php?article728#nh3>.

3 En comparant deux périodes (1980-1990 et 2000-2006) on constate, pour pratiquement tous les pays, une amélioration du taux de marge (profit). Le taux d'investissement a, lui, baissé en dépit de l'amélioration du taux de marge dans le cas des États-Unis, du Canada, du Japon de l'Australie et, en Europe, dans le cas de la France, du Royaume-Uni et de l'Italie. L'Allemagne ne fait pas exception à cette règle sur la période ultérieure à la réunification.

Autre exemple frappant : en 2013, les entreprises du CAC 40 ont augmenté la distribution de dividendes alors que leurs profits diminuaient⁴ !

En Belgique, une série d'évolutions confirment les arguments relayés ci-dessus : l'allocation des bénéfices est faite en faveur des actionnaires (du capital, donc), aux dépens des travailleurs et de l'investissement. Les données suivantes attestent ce constat⁵ :

- Entre 1985 et 2008, la part de la valeur ajoutée allouée aux salaires a baissé de 0,2 % par an tandis que celle allouée aux dividendes augmentait de 0,3 % l'an.
- De la même manière, on observe, entre 1982 et 2008, un transfert de la masse salariale vers les dividendes : les dividendes (en pourcentage de la masse salariale) passent de 4 à 13 %.
- Jusque dans les années 80, on observe un parallélisme fort entre le taux de profit et le taux d'investissement. Ensuite, ces courbes se déconnectent et montrent que les profits ne servent plus l'investissement.

La hausse des dividendes distribués aux actionnaires semble indiquer une augmentation du coût du capital au cours des dernières décennies. Comment expliquer ce fait ? Le capital serait-il plus rare, ou plus risqué ? En réalité, la principale explication à cette évolution semble résider dans la montée en puissance des actionnaires et le développement d'une logique de court terme.

La valeur de l'action a pris le pas sur la valeur économique de l'entreprise

2.2 La prise de pouvoir de l'actionnariat

Le phénomène de la financiarisation s'est traduit par l'importance grandissante, pour les entreprises, du recours au financement par les marchés financiers et, en conséquence, par une augmentation du pouvoir des actionnaires. Par ailleurs, l'essor des marchés boursiers s'est accompagné de la montée en puissance d'une nouvelle catégorie d'actionnaires : les investisseurs institutionnels (soit des fonds d'investissement, des fonds de pension ou encore des compagnies d'assurance).

4 CHAVAGNEUX Christian, « Les distributions des dividendes plombent l'investissement des entreprises » [en ligne]. Disponible sur: <http://alternatives-economiques.fr/blogs/chavagneux/2014/03/10/les-distributions-de-dividendes-plombent-l%E2%80%99investissement-des-entreprises/> (consulté le 16/12/2014)

5 SAVAGE Reginald, « Les inégalités de revenu en Belgique » [en ligne]. Disponible sur: <http://www.econospheres.be/Midi-d-Econospheres-no5-Les#nh2-2> (consulté le 16/12/2014)

Ces évolutions ont eu une influence considérable sur le mode de gouvernance des grandes entreprises cotées. En effet, les investisseurs institutionnels peuvent détenir une proportion importante des actions des entreprises, et cherchent constamment à accroître le rendement de leur portefeuille financier. Au vu du pouvoir de ces acteurs, gagner les faveurs des investisseurs institutionnels est devenu un impératif pour beaucoup d'entreprises afin d'échapper à une baisse de leur valeur en bourse et donc au risque d'un rachat hostile par un concurrent.

La croissance du cours boursier et la création de valeur pour l'actionnaire sont dès lors devenues une contrainte que les entreprises ne peuvent plus ignorer. De nouveaux critères de performance sont apparus dans les grandes entreprises cotées, basés sur la valeur actionnariale (« shareholder value »)⁶. À travers l'utilisation de ratios financiers comme indicateurs de performance des entreprises au lieu de ratio productifs, **la valeur de l'action semble avoir pris le pas sur la valeur économique, réelle de l'entreprise.**

En conséquence, si les marchés financiers sous-estiment les investissements à long terme, les dirigeants de l'entreprise auront tendance à les sous-estimer également, puisque leurs décisions sont jugées en fonction de la performance boursière de l'entreprise.

2.3 Le développement d'une logique de court-terme

La première partie de cette analyse mettait en avant la montée en puissance des actionnaires dans la gouvernance des entreprises cotées en bourse. Quelles en furent les conséquences sur les stratégies poursuivies par les entreprises ?

Une analyse d'impact menée par la Commission européenne⁷ dénonce la **pression court-termiste exercée par les investisseurs institutionnels et leurs gestionnaires d'actifs** sur les entreprises, au détriment des performances réelles (à long terme) de celles-ci. Cette pression s'expliquerait par les éléments suivants :

« Le court-termisme semble résulter d'une divergence d'intérêts entre les propriétaires et les gestionnaires d'actifs. Alors même que les grands propriétaires d'actifs tendent à avoir des intérêts à long terme puisque leurs engagements sont à

6 Des indicateurs tels que la Valeur économique ajoutée – un indicateur de création de valeur pour l'actionnaire ou l'investisseur qui se mesure en comparant le coût du financement des apporteurs de capitaux au retour sur le capital investi – ou le Rendement total des actionnaires – indicateur du rendement global des actionnaires mesuré en additionnant la croissance du cours de l'action et le dividende par action.

7 Proposition de DIRECTIVE DU PARLEMENT EUROPÉEN ET DU CONSEIL modifiant la directive 2007/36/CE en vue de promouvoir l'engagement à long terme des actionnaires, et la directive 2013/34/UE en ce qui concerne certains éléments de la déclaration sur la gouvernance d'entreprise. Disponible sur : <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/FR/TXT/PDF/?uri=CELEX:52014PC0213&from=FR>.

long terme, pour la sélection et l'évaluation des gestionnaires d'actifs, ils se fondent souvent sur des valeurs de référence telles que des indices de marché. En outre, les performances du gestionnaire d'actifs sont souvent évaluées sur une base trimestrielle. En conséquence, nombre d'entre eux se préoccupent essentiellement de leurs performances à court terme par rapport à une valeur de référence ou à d'autres gestionnaires d'actifs. Les incitations à court terme tendent à décourager l'investissement basé sur les fondamentaux (stratégie, performances et gouvernance) et les perspectives à plus long terme (...) »

Un indicateur de la tendance court-termiste des investisseurs est la baisse de la durée de détention des actions observée ces dernières décennies sur la plupart des marchés boursiers de l'OCDE ; une baisse qui est allée de pair avec l'augmentation numérique croissante des investisseurs institutionnels sur ces marchés⁸. La durée moyenne de détention à la Bourse de New York est, par exemple, passée de 5 ans au cours des années 1980 à 5 mois aujourd'hui. Ainsi, le mode d'engagement semble aujourd'hui privilégier le droit de retrait (la vente d'actions) par rapport au droit d'expression et s'appuie sur des indicateurs de performance économique et de risque qui reflètent une réalité à court terme.

Par ailleurs, le renforcement du **lien entre l'évolution à court terme du cours des actions et les rémunérations des dirigeants** – notamment à travers le mécanisme des stock-options – a encouragé l'alignement des décisions économiques des entreprises avec les intérêts des marchés financiers⁹.

La durée moyenne de détention à la Bourse de New York est passée de 5 ans au cours des années 1980 à 5 mois aujourd'hui.

8 DELLA CROCE R., STEWART F. & YERMO J. (2011), « Promoting longer-term investments by institutional investors : selected issues and policies », OECD Journal : Financial market trends, Volume 2011 – Issue 1.

9 ORHANGAZI O. (2008) .

Mécanisme des stock-options

Une stock-option est une option d'achat futur sur les actions de l'entreprise qui est octroyée par l'entreprise à certains de ses salariés (souvent aux principaux dirigeants de l'entreprise). Ces derniers pourront donc acheter des actions, dans le futur, à un prix fixé à l'avance – en général, ce prix correspond à la valeur de l'action en vigueur au moment de l'attribution de la stock-option. Si la valeur boursière de l'action monte, le salarié exercera son option en achetant les actions au prix fixé à l'avance. Il peut alors choisir de conserver les actions ou les revendre rapidement et réaliser un bénéfice, sans risque de perte.

Il existe une date d'échéance de l'option au-delà de laquelle le salarié ne pourra plus exercer son option. Ce mécanisme encourage dès lors une logique de court terme de la part des dirigeants qui possèdent des stock-options. Pour maximiser leur profit, ces derniers sont en effet susceptibles de chercher à accroître la valorisation de l'action à court terme pour pouvoir exercer leurs options et réaliser un bénéfice important.

3 Conclusion

La montée en puissance de l'actionnariat – en particulier des investisseurs institutionnels – au sein des entreprises a eu impact sur le mode de gouvernance de celles-ci. En effet, les grandes entreprises cotées en bourse font désormais face à la pression des actionnaires, qui exigent une rentabilité à court terme de leur capital. L'évolution des rapports capital-travail au sein de ces entreprises, avec une part croissante des bénéfices redistribuée aux actionnaires, reflète bien cette nouvelle situation.

Ces changements profonds ont-ils eu un impact sur la performance des entreprises ? En particulier, quelles sont les conséquences de l'adoption d'une vision court-termiste sur les investissements à long terme des entreprises et, plus globalement, sur l'innovation ?

Quel impact sur la performance des entreprises ?

Si les effets induits par la financiarisation s'avèrent négatifs, une modification des pratiques de rémunération ou des structures actionnariales serait-elle de nature à réinstaurer une vision à long terme des dirigeants et des actionnaires ? Ces nombreuses questions font l'objet d'une seconde analyse sur la financiarisation des entreprises¹⁰.

Marie-Bénédicte de Ghellinck et Arnaud Marchand
Mars 2015

Si vous le souhaitez, vous pouvez nous contacter pour organiser avec votre groupe ou organisation une animation autour d'une ou plusieurs de ces analyses.

Cette analyse s'intègre dans une des 3 thématiques traitées par le Réseau Financité, à savoir :

Finance et société :

Cette thématique s'intéresse à la finance comme moyen pour atteindre des objectifs d'intérêt général plutôt que la satisfaction d'intérêts particuliers et notamment rencontrer ainsi les défis sociaux et environnementaux de l'heure.

Finance et individu :

Cette thématique analyse la manière dont la finance peut atteindre l'objectif d'assurer à chacun, par l'intermédiaire de prestataires « classiques », l'accès et l'utilisation de services et produits financiers adaptés à ses besoins pour mener une vie sociale normale dans la société à laquelle il appartient.

Finance et proximité :

Cette thématique se penche sur la finance comme moyen de favoriser la création de réseaux d'échanges locaux, de resserrer les liens entre producteurs et consommateurs et de soutenir financièrement les initiatives au niveau local.

10 MARCHAND A. (2015), « Financiarisation, court-termisme et innovation : l'équation impossible ? », Réseau Financité.

Depuis 1987, des associations, des citoyens et des acteurs sociaux se rassemblent au sein du Réseau Financité pour développer et promouvoir la finance responsable et solidaire.

Le Réseau Financité est reconnu par la Communauté française pour son travail d'éducation permanente.