



Luxembourg,
7 mai 2015



La finance aime-t-elle l'entreprise ?

Thomas Dallery



Contenu de la présentation

- Une présentation basée sur un rapport (*Le coût du capital et son surcoût*) réalisé par une équipe du laboratoire *Clersé* pour le compte de la CGT :

Franck Van de Velde (Université Lille 1)

Laurent Cordonnier (Université Lille 1)

Thomas Dallery (Université du Littoral)

Jordan Melmiès (Université Lille 1)

Vincent Duwicquet (Université Lille 1)

- A paraître : *Le surcoût du capital : la rente contre l'activité*, Presses Universitaires du Septentrion.

Contenu de la présentation (2)

- Une présentation également basée sur une recherche menée au sein du Collège des Bernardins avec :

Tristan Auvray (Université Paris 13)

Thomas Dallery (Université du Littoral)

Sandra Rigot (Université Paris 13)

- A paraître : *Vers une finance au service de l'entreprise*, (titre encore provisoire !).

Origines du titre de la conférence

- François Hollande et le discours de campagne du Bourget (2012)
 - « Mon adversaire, c'est le monde de la finance »... mais laquelle ?
 - La banque traditionnelle qui collecte des dépôts et fait des crédits ou la banque d'investissement ?
 - Les actionnaires patients ou les fonds spéculatifs ?
- Manuel Valls et le discours devant le Médef (2014)
 - « J'aime l'entreprise »... mais laquelle ?
 - La petite entreprise ou la grande multinationale ?
 - L'ensemble du collectif « entreprise » ou le seul chef d'entreprise ?

Explications du titre de la conférence

- Le collectif d'une entreprise est une capacité de production de biens et de services ***destinée à se reproduire dans le temps***. Pour cela, l'entreprise a besoin de financer ses opérations d'investissement :
 - Soit en « épargnant » (conservation des profits)
 - Soit en s'endettant (crédits bancaires et/ou emprunts obligataires)
 - Soit en faisant appel à des actionnaires (émissions d'action)
- La finance désigne plutôt les deux dernières modalités
 - ➔ Pour les économistes dominants, il a longtemps été postulé qu'un surcroît de finance était nécessairement bon pour l'économie :
 - plus de financements = plus d'investissements
 - plus de marchés financiers = plus d'efficacité dans l'allocation des ressources

Explications du titre de la conférence (2)

- **MAIS**, depuis la crise de 2008, de plus en plus d'études, y compris parmi les économistes orthodoxes (BCE, FMI, BRI,...), remettent en cause la relation linéaire entre la finance et le développement :
 - Une finance trop imposante pourrait nuire à la croissance économique !
- Dans notre étude, nous expliquons pourquoi la finance peut devenir l'adversaire de l'entreprise...

Cadre de l'étude

- Projet de recherche financé par la CGT fin 2011
- Demande d'une étude sur le « coût du capital », avec en toile de fond une anticipation sur le débat sur le « coût du travail » et la compétitivité qui allait intervenir depuis 2012 en France
- Une réponse du berger à la bergère ?

Cadre de l'étude (2)

- **Antithèse de l'étude :**
 - Tous les problèmes de l'économie française ne proviennent pas d'un manque de compétitivité des entreprises, qui serait par ailleurs imputable à un coût du travail trop élevé (cf. rapport Gallois notamment).
- **Amorce de la thèse de l'étude :**
 - La médiocrité des performances macroéconomiques françaises (partagée par de nombreux pays de l'OCDE) s'explique, pour une part importante, par l'élévation de la « norme financière » depuis une trentaine d'années.

Thèse de l'étude

- Dès les années 80, la dérégulation financière (appelée aussi financiarisation) a provoqué une hausse considérable du « surcoût du capital »
 - L'élévation du surcoût du capital a eu deux conséquences majeures
 - **Une modification du partage des richesses**
 - « Si vous voulez comprendre ce qui se passe au sujet de la répartition des revenus dans l'économie du 21^{ème} siècle, vous devez arrêter de parler autant des qualifications, et commencer à parler davantage des profits et de qui détient le capital. Mea culpa : je n'avais pas saisi cela jusque récemment. Mais c'est vraiment crucial. », Paul Krugman, 11/12/2012, post de blog New-York Times
 - **Une modification de l'accumulation du capital**
 - Les projets d'investissements qui ne souscrivent pas aux nouvelles exigences de rentabilité (15% à 30% de ROE) ne sont pas mis en œuvre.
- ➔ Ce qui est crucial n'est pas le *niveau* des profits, mais leur *utilisation* (distribution de dividendes ou investissement : cf. compromis victorien et fordiste).

1. Qu'est-ce que le coût du capital ?

1.1. Norme financière

1.2. Coût économique

1.3. Coût financier

1.4. Surcoût

1.1. La norme financière

- La norme financière est la rémunération « normale » ou exigible du capital (c'est-à-dire suffisante pour convaincre les actionnaires de garder ou d'acheter cette action plutôt que quelque chose d'autre).
- Dans le langage de la finance, cette norme financière représente le coût « normal » du capital : est appelé « coût » (pour l'entreprise) ce qui est la rémunération requise du capital (pour les actionnaires).

1.1. De la norme financière au (sur-)coût du capital

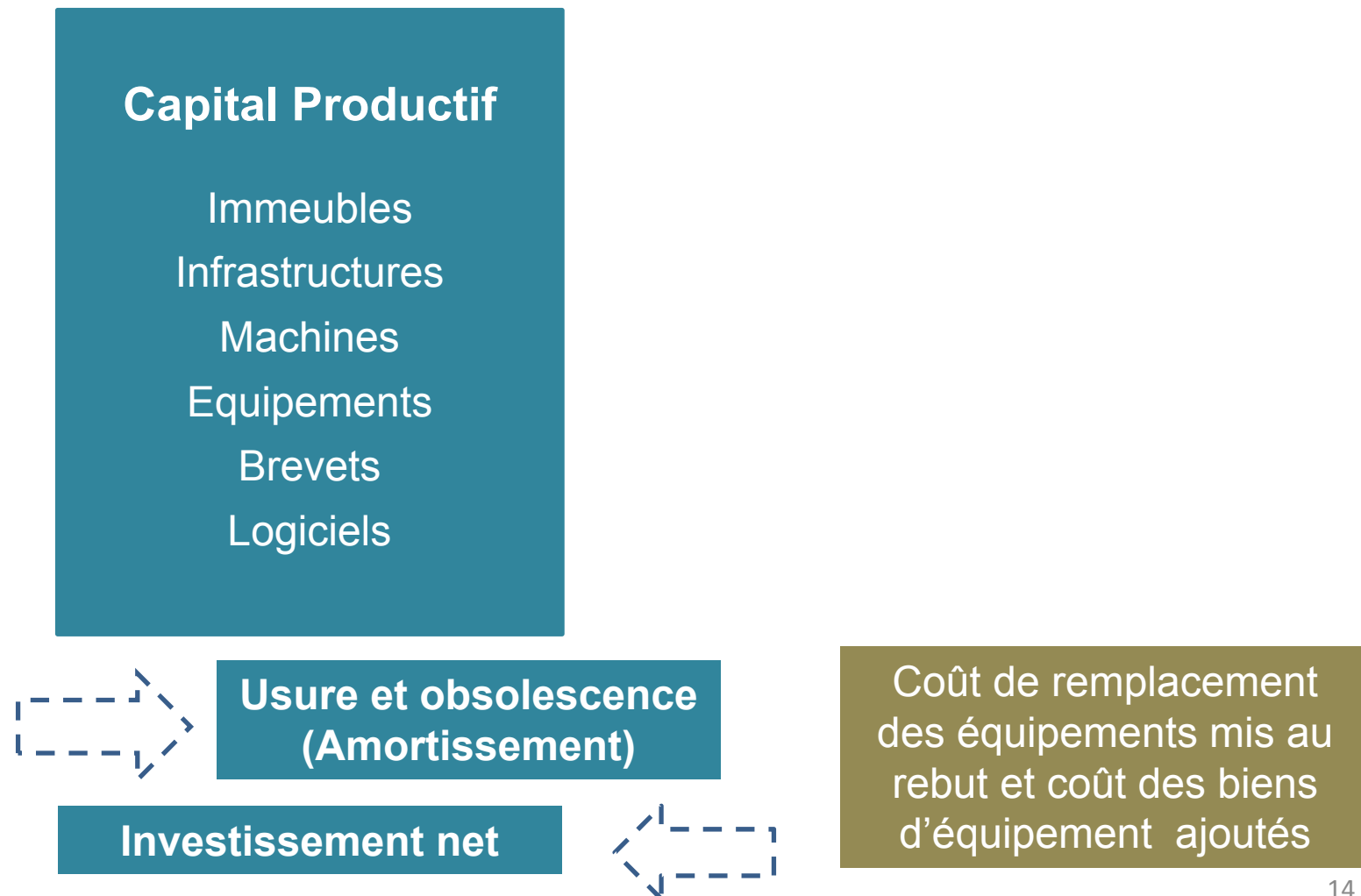
- Ici, le « vrai » coût du capital est le coût de fabrication du capital productif
- A ce coût « réel » (= coût économique de reconstitution ou d'augmentation du stock de capital productif) s'ajoutent des « charges » qui composeront le surcoût du capital:
 - Ces charges correspondent au coût « financier » qui dépend des modalités retenues par les firmes pour s'approvisionner en capitaux liquides (afin de financer les acquisitions de capital productif).
 - Concrètement, il s'agit de revenus prélevés sur l'entreprise (intérêts et dividendes), dont une partie constitue une pure rente, dépourvue de justification économique (une fois déduits le risque entrepreneurial et le coût d'administration du financement).
- On a un double changement de perspective par rapport au coût du capital de la finance :
 - On adopte le point de vue de l'entreprise et de l'ensemble de l'économie, et non celui du propriétaire.
 - On regarde ce qu'il en coûte à l'entreprise ou à l'ensemble de l'économie, dans l'année, d'entretenir son équipement productif.
 - On calcule ce que la partie non justifiable des revenus financiers représente par rapport à ce coût économique
 - On doit donc passer d'un indicateur de rentabilité (flux sur stock) à un indicateur de marge (flux sur flux).

1.2. Le capital productif

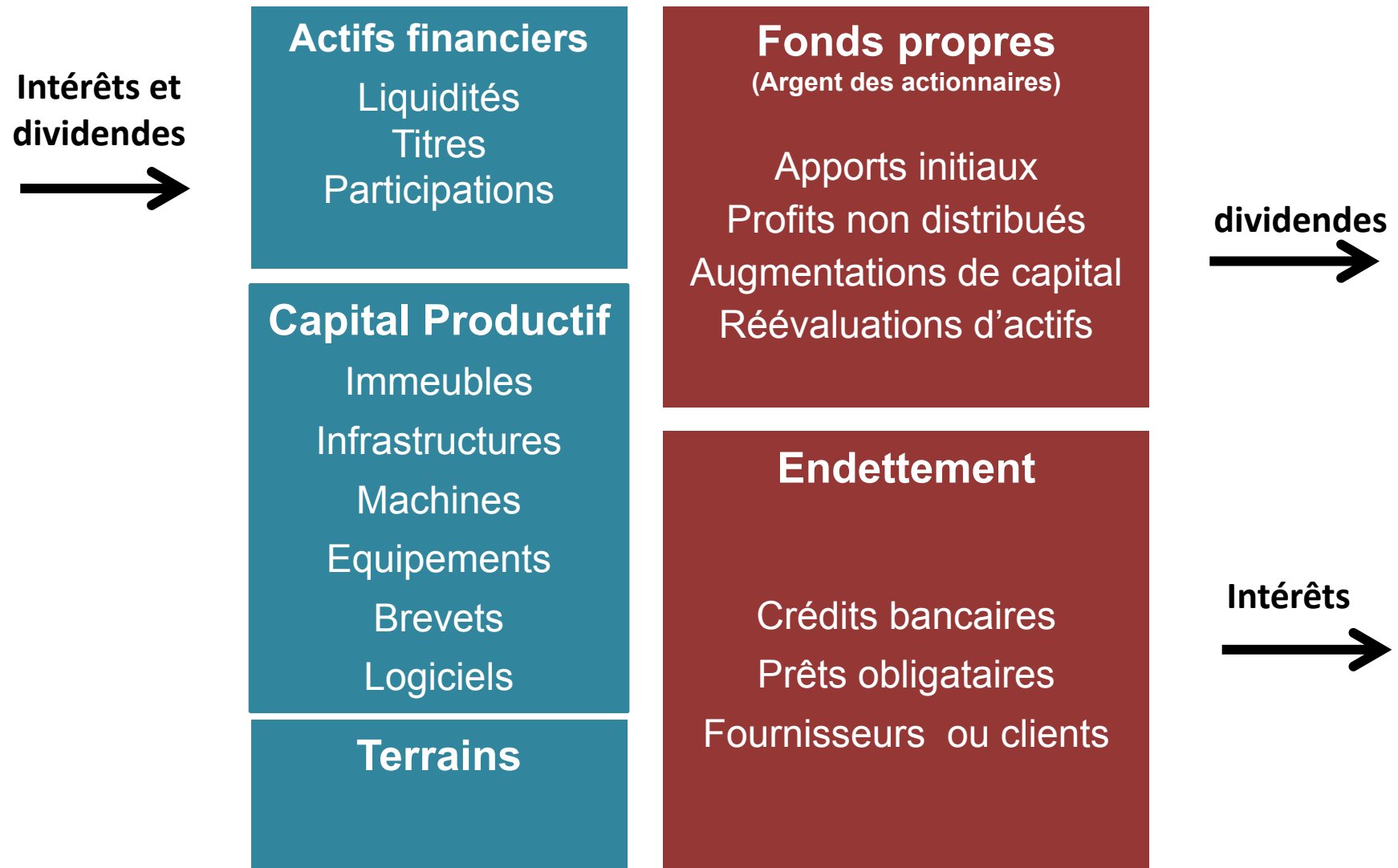
Capital Productif (Actifs fixes produits)

Immeubles
Infrastructures
Machines
Equipements
Brevets
Logiciels

1.2. Le coût économique du capital

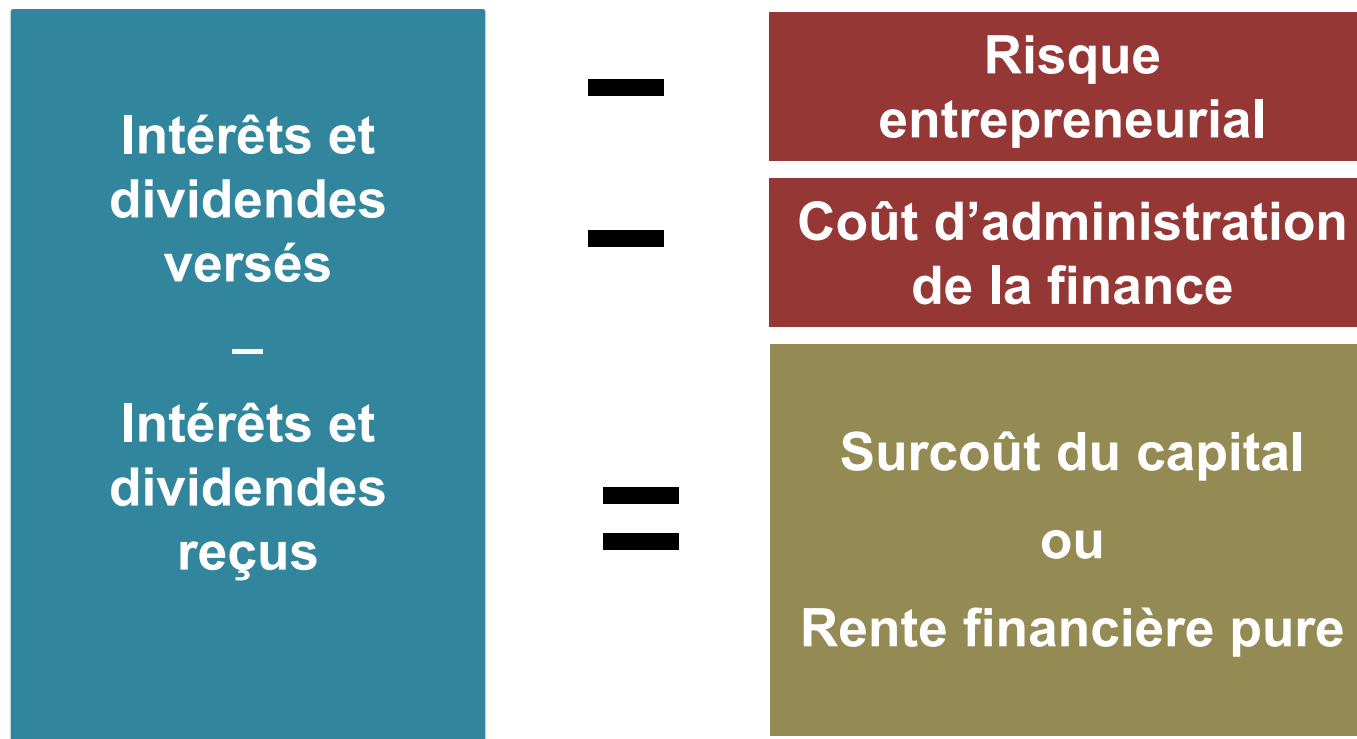


1.3. Le coût financier du capital



1.4. Le surcoût du capital

- Le surcoût du capital est la partie du coût financier (net) qui n'a aucune justification économique



2. Prendre la mesure du surcoût

2.1. Comparer le surcoût du capital à son vrai coût

2.2. Evolutions du surcoût depuis 1949

2.3. Temporalité : montée des intérêts puis des dividendes

2.4. La financiarisation : un changement de régime

2.1. La mesure retenue

**On rapporte
tout
simplement
l'évaluation
du surcoût du
capital à
l'évaluation
de son coût
économique**

=

**Surcoût du capital
ou
Rente financière pure**

**FBCF
(Investissement brut)
ou
CCF
(Amortissements)**

2.1. Méthode utilisée pour estimer le coût financier du capital

- **Pour les dividendes** : dividendes versés moins dividendes reçus des SNF
- **Pour les intérêts** : estimation des intérêts ***réels*** nets versés (pour neutraliser l'effet de l'inflation)
 - *problème* : pas de données pour les montants d'intérêts réels (uniquement des données nominales)
 - *solution* : 1/ on construit une série de données pour le stock de dette nominale nette des entreprises en divisant les intérêts nominaux nets versés par le taux d'intérêt nominal ; 2/ on applique un taux d'intérêt réel à cette série de dette nominale nette pour estimer des intérêts réels nets versés.

2.1. Evaluation du risque entrepreneurial et du coût d'administration de la finance

- On confond les deux éléments dans la même mesure
- On retient le taux d'intérêt réel moyen des crédits aux entreprises (toutes échéances et tous montants) sur la période 2003-12 (sauf années 2007 et 2008)
 - Période de taux bas
 - Supposés couvrir au moins ces deux coûts
 - On applique ce taux (2%) à l'ensemble du stock d'actifs fixes produits

2.1. Calculs pour l'année 2011

Estimations en Milliards €

Valeur ajoutée	Salaires	FBCF	CCF	Coût du capital (1)	Surcoût du capital (2)
1004,1	514	202,3	160,1	97,4	59,2

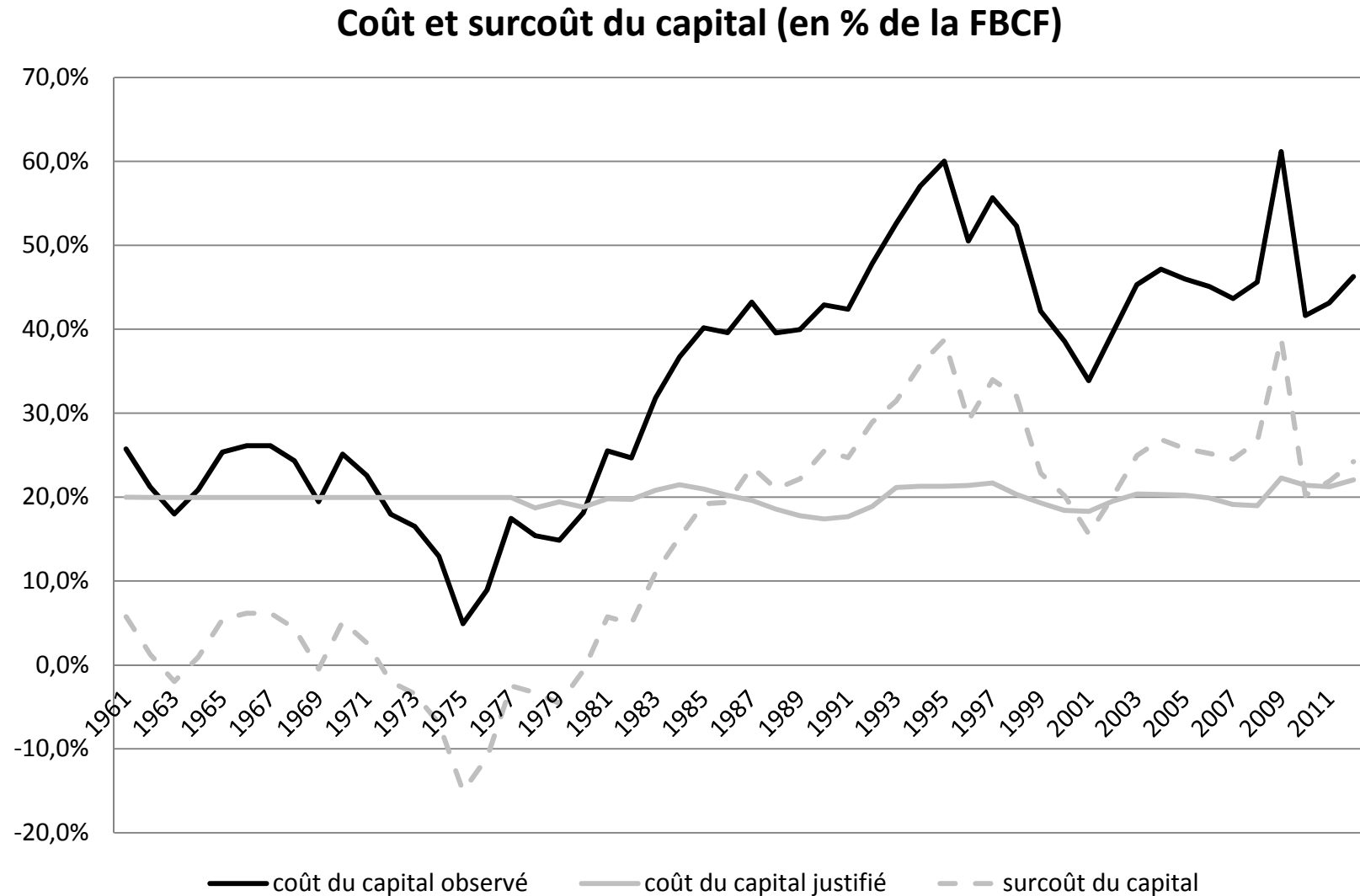
(1) (Dividendes et intérêts nets versés)

(2) (Dividendes et intérêts nets versés) moins (risque entrepreneurial et coût d'administration de la finance)

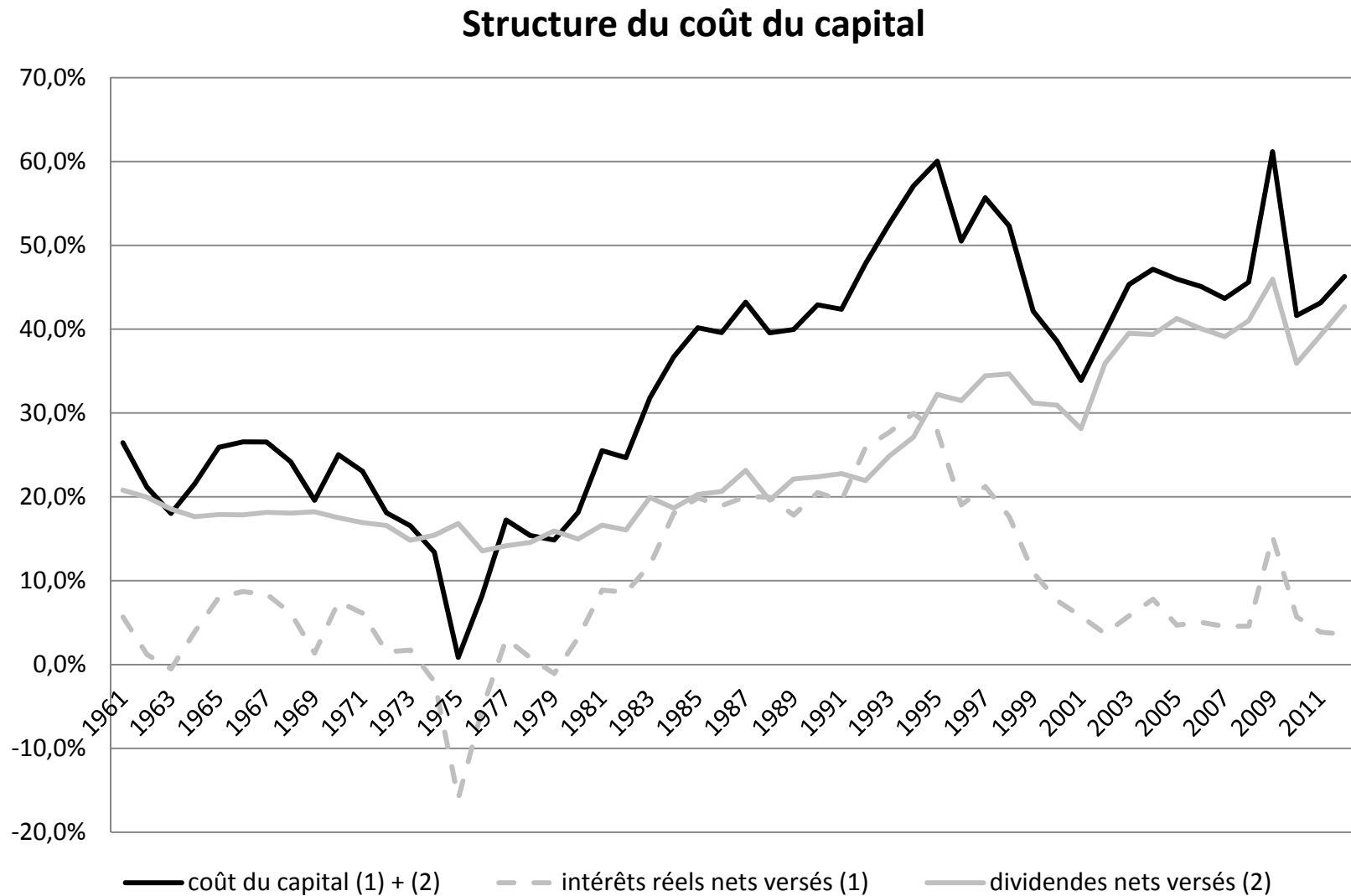
Coût financier « justifié » du capital = (1) – (2) = 38,2 Milliards €

Données : Comptes nationaux pour les sociétés non-financières, France

2.2. Evolutions depuis 1961



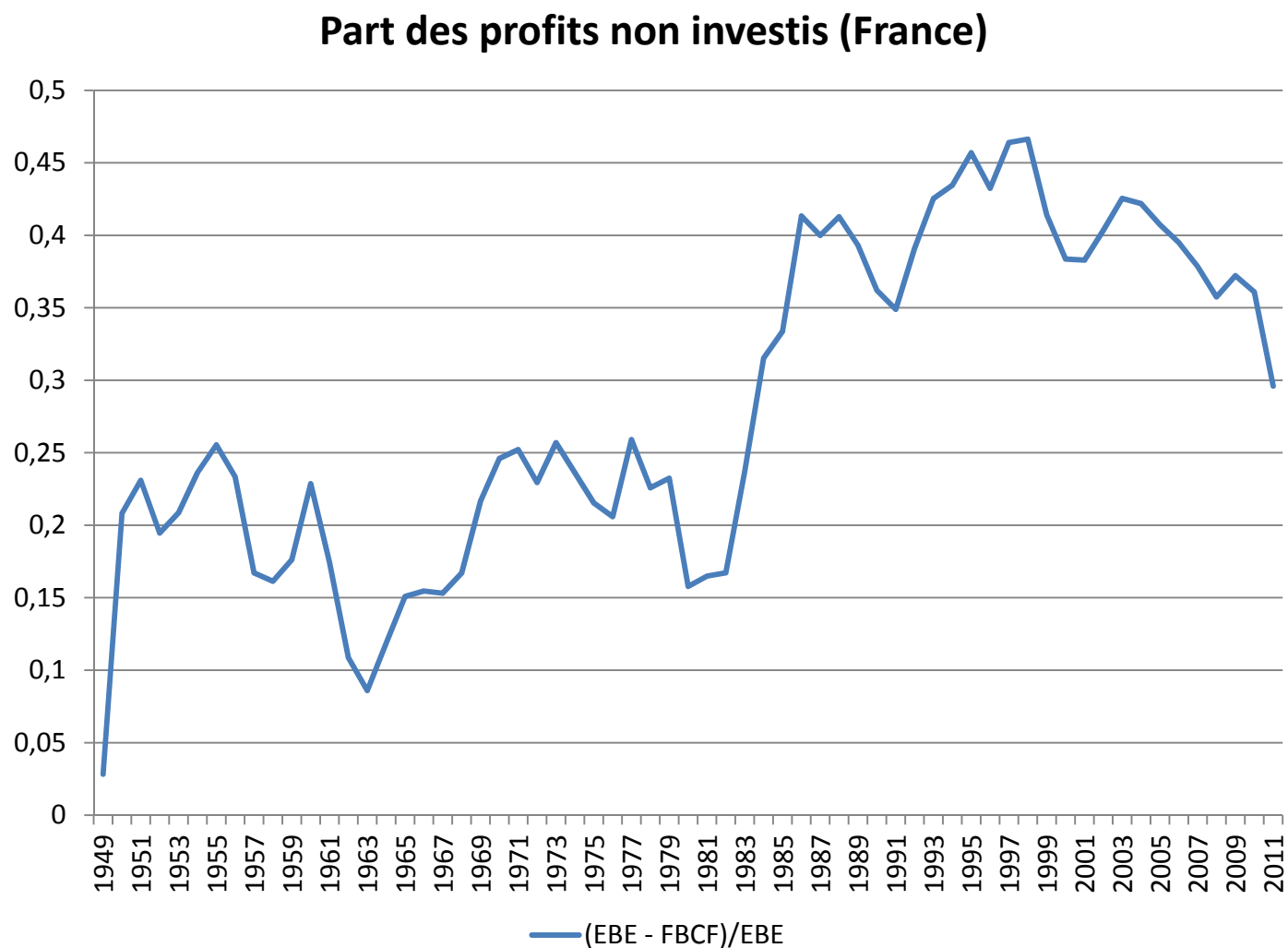
2.3. Le chassé-croisé des intérêts et des dividendes



2.4. Comparaisons avant/après financiarisation

Taux d'intérêt utilisé pour mesurer le <i>risque entrepreneurial</i> et le <i>coût d'administration de la finance</i>	Actifs utilisés pour calculer le <i>coût « justifié » du capital</i>	Surcoût du capital comparé à la FBCF	1961-1980	1981-1990	1991-2000	2001-2012
Taux d'intérêt réel = 2%	Actifs fixes	Surcoût du capital (1)	-1%	17%	31%	24%
Taux d'intérêt réel = 2%	Actifs fixes Hors logement	Surcoût du capital (2)	13%	30%	45%	39%
Taux d'intérêt réel = 1%	Actifs fixes	Surcoût du capital (3)	9%	26%	41%	35%
Taux d'intérêt réel = 1%	Actifs fixes Hors logement	Surcoût du capital (4)	16%	33%	48%	42%
Moyenne pour le surcoût du capital			9%	27%	41%	35%

2.4. Un indicateur plus « rustique » (inspiré de M. Husson)



3. Conséquences micro et macroéconomiques du surcoût du capital

3.1. Effets micro sur les politiques des firmes

3.2. Effets macro sur le régime de croissance

Bouclage micro/macro de l'élévation de la norme financière

- Au niveau microéconomique, les exigences actionnariales imposent la norme « Downsize and Distribute ! » (Lazonick et O'Sullivan, 2000)
- Au niveau macroéconomique, elles configurent un régime d'accumulation (ou d'absence d'accumulation) fondamentalement dépressionnaire pour la croissance, l'investissement et l'emploi.

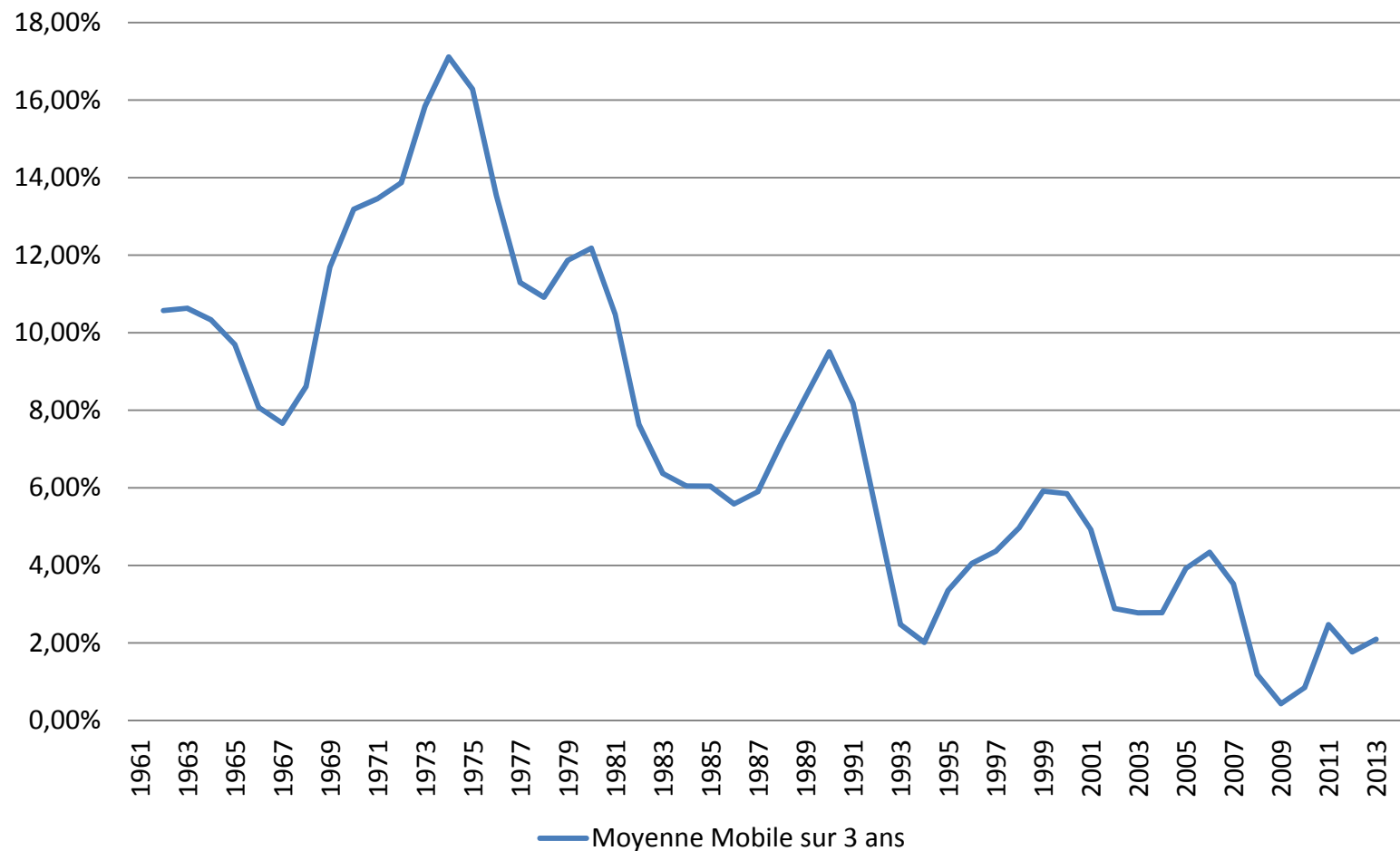
3.1. Au niveau microéconomique

- Modification de la répartition :
 - Durcissement de la contrainte financière (hausse des exigences actionnariales) = Nécessité de redresser le taux de marge (donc de baisser de la part des salaires)
 - Augmentation du taux de marge facilitée par la montée du chômage
- Ralentissement du rythme de l'accumulation :
 - **l'effet de sélection** des projets d'investissement (seuls ceux dont la rentabilité dépasse les 15% !)

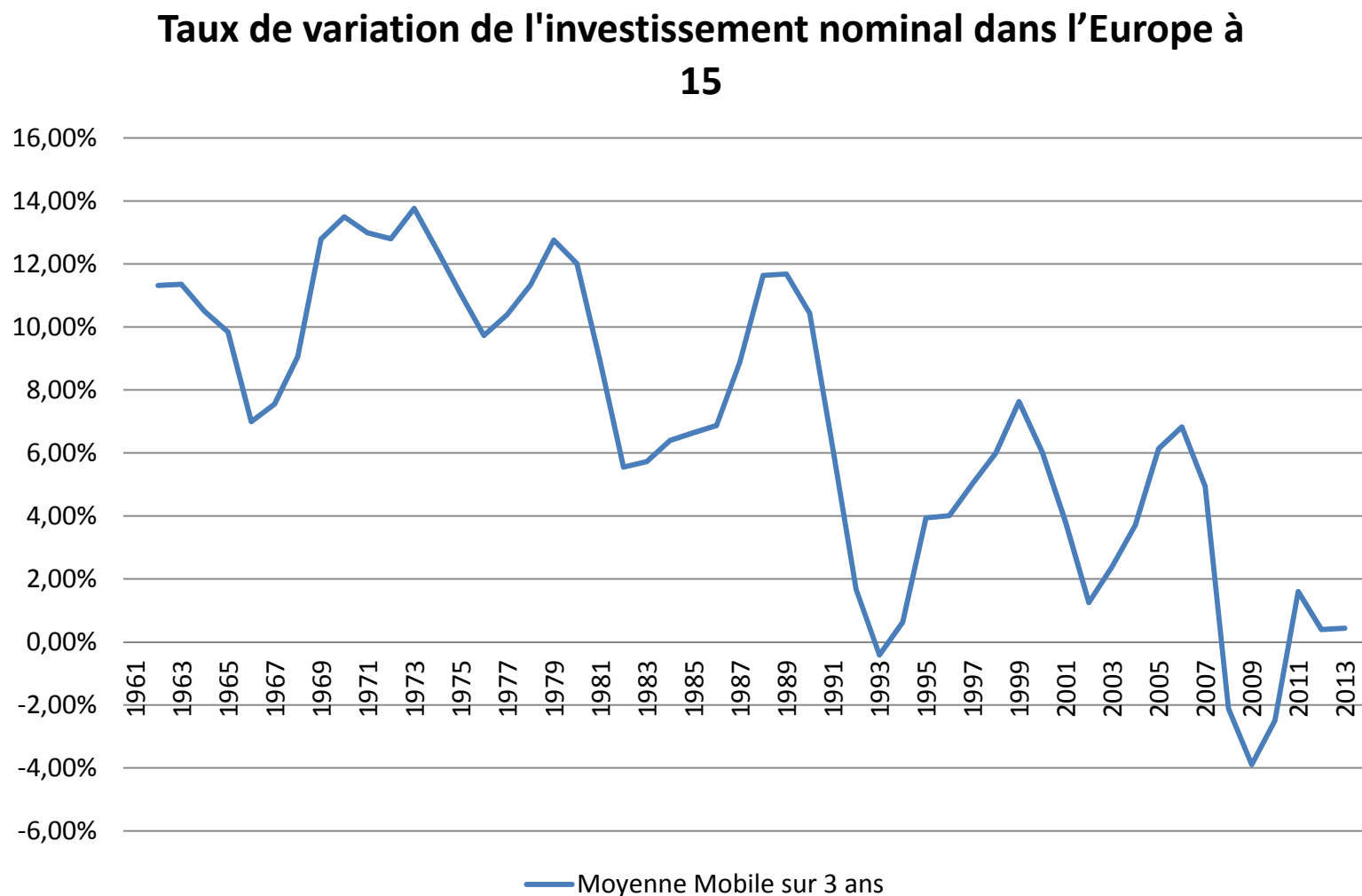
« Downsize and Distribute ! »

3.1. La modération salariale

Taux de variation des salaires nominaux dans l'Europe à 15



3.1. La sélection des projets d'investissement

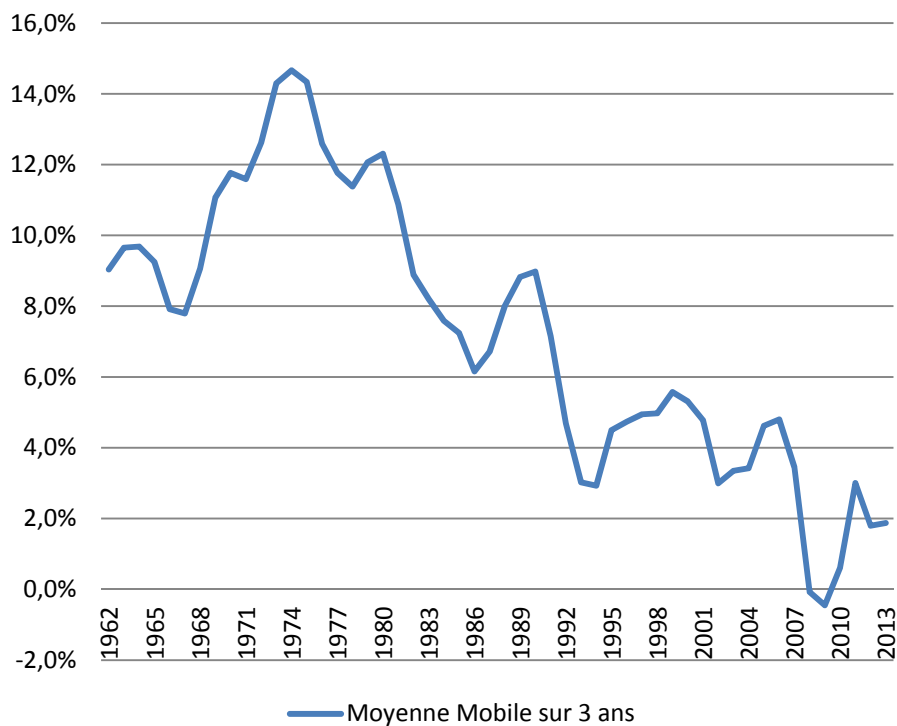


3.2. La dynamique macroéconomique du capitalisme financiarisé

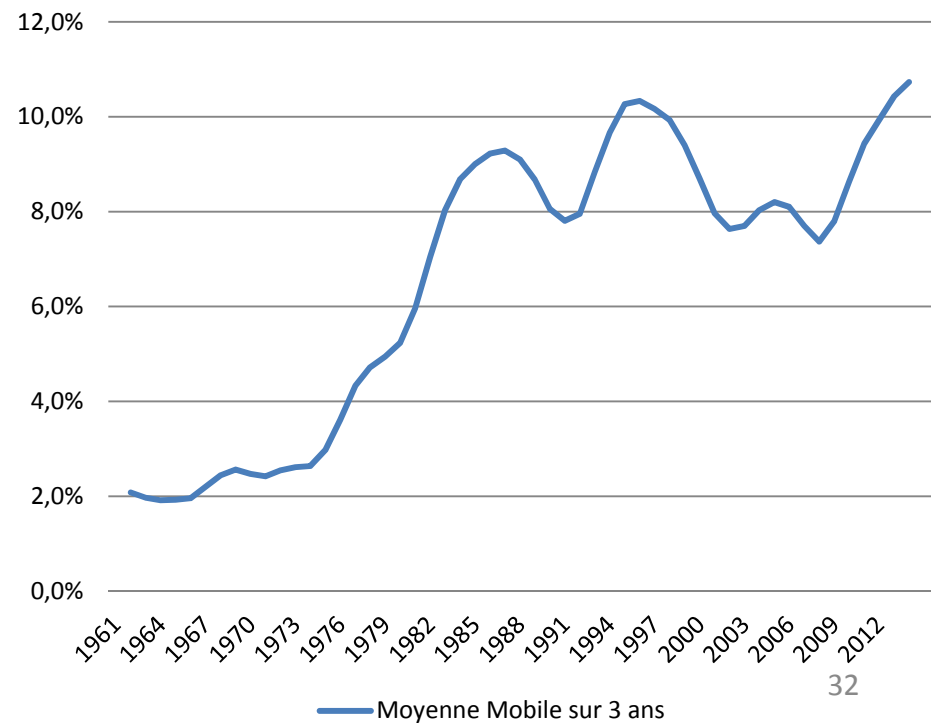
- Le PIB (Y) peut s'écrire : $Y = C + I + G + (X - M)$
 - C = consommation privée
 - I = investissement privé
 - G = dépenses publiques (consommation et investissement)
 - X = exportations
 - M = importations
- La financiarisation déprime C et I.
 - Baisse de la part des salaires >> Atonie de la consommation salariale
 - Hausse de la rentabilité exigée >> Ralentissement des dépenses d'investissement
- Résultat : croissance faible et montée du chômage !

3.2. Le résultat de la dynamique du capitalisme financiarisé : un régime dépressionnaire

Taux de variation du PIB nominal de l'Europe à 15



Taux de chômage dans l'Europe à 15



3.2. Les béquilles du capitalisme financiarisé

Atonie de la consommation salariale
+ Ralentissement des dépenses d'investissement
= Croissance en panne et chômage en hausse...

...MAIS...

Mise en place de canaux auxiliaires de la demande pour soutenir, *temporairement et localement*, l'économie (Y)

- Consommation des profits + effet richesse
- Endettement des ménages (C : crédits à la conso ; I : immo)
- Endettement public (plus de dépenses : G ; mais surtout, moins d'impôts)
- Stratégies néo-mercantilistes d'excédent commercial (X-M)

4. Finance et entreprise : pourquoi la norme financière a-t- elle augmenté ?

4.1. La gouvernance actionnariale

4.2. Le paradoxe de la liquidité

4.1. Le mouvement de la *Shareholder Value Orientation* : gouverner l'entreprise pour l'actionnaire

- Avec la dérégulation financière à partir des années 80, on a la revendication que l'entreprise appartient aux seuls actionnaires
- Le but de l'entreprise est donc de servir les seuls actionnaires

“There is one and only one social responsibility of business – to use its resources and engage in activities designed to increase its profits.”

Milton Friedman (1970)

- Le cours de bourse comme objectif

4.1. Comment augmenter le cours de bourse ?

➔ Avoir un ratio « bénéfice distribué par action » (indice de rentabilité financière) plus élevé que les voisins

- Problème des indicateurs autoréférentiels : la course à l'échalote si les voisins augmentent aussi leur BPA...
- Problème du marché du contrôle : le dirigeant qui ne respecte pas la norme financière risque d'être remplacé ; celui qui la respecte est très largement rémunéré...

- Pour augmenter le BPA, deux moyens principaux :

- Jouer sur le numérateur et verser des dividendes

- Taux de distribution des profits qui augmentent

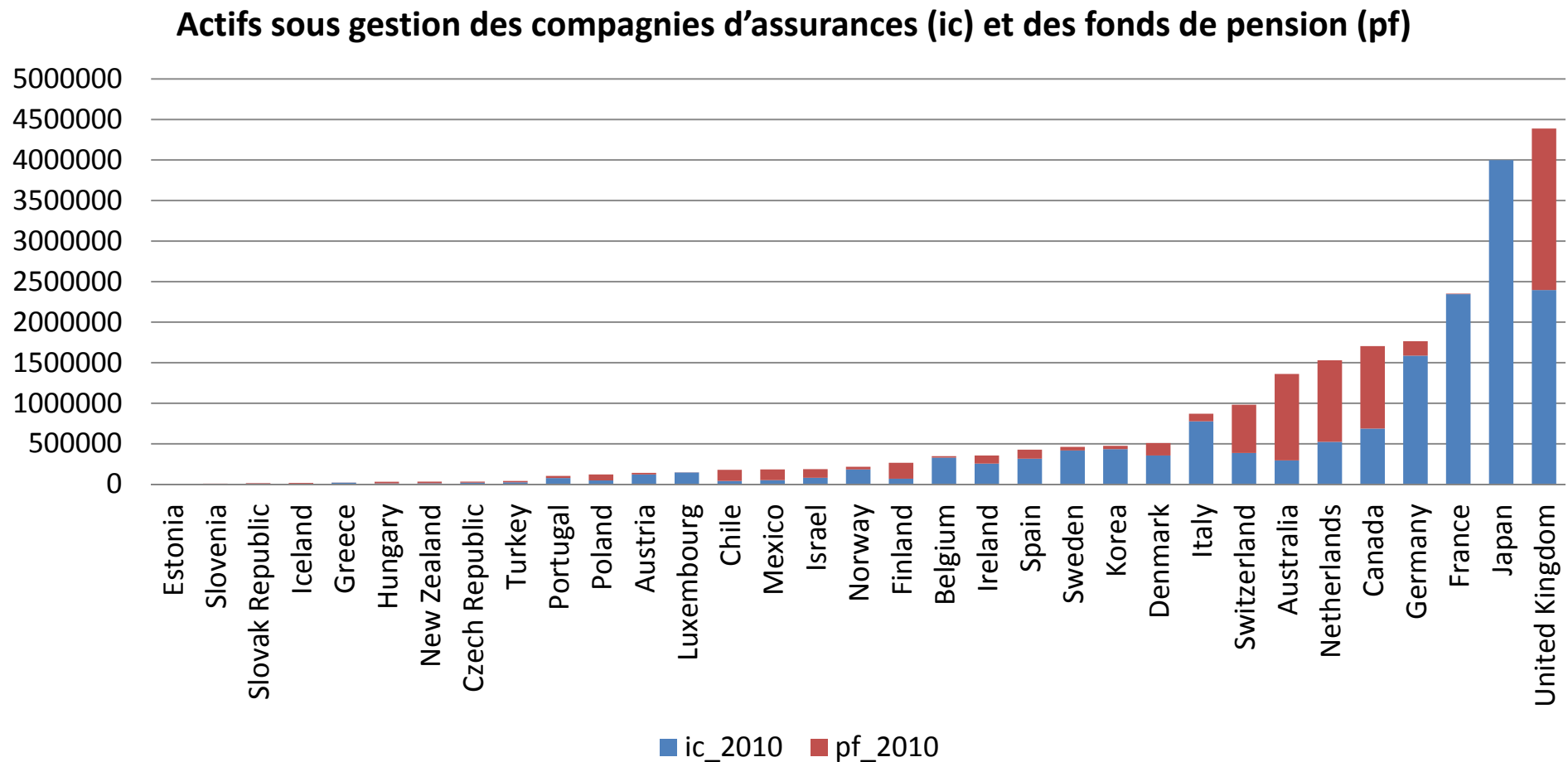
- Jouer sur le dénominateur

- Préférer l'endettement à l'émission d'action pour se financer (et jouer sur un effet de levier)
 - Racheter ses propres actions pour diminuer le nombre d'actions en circulation
 - Dans plusieurs pays (USA, UK), les rachats d'action sont plus importants que les émissions d'actions : **les marchés financiers ne financent plus les entreprises, mais ils sont financés par elles !**

4.1. Actionnariat, court-termisme et entreprise

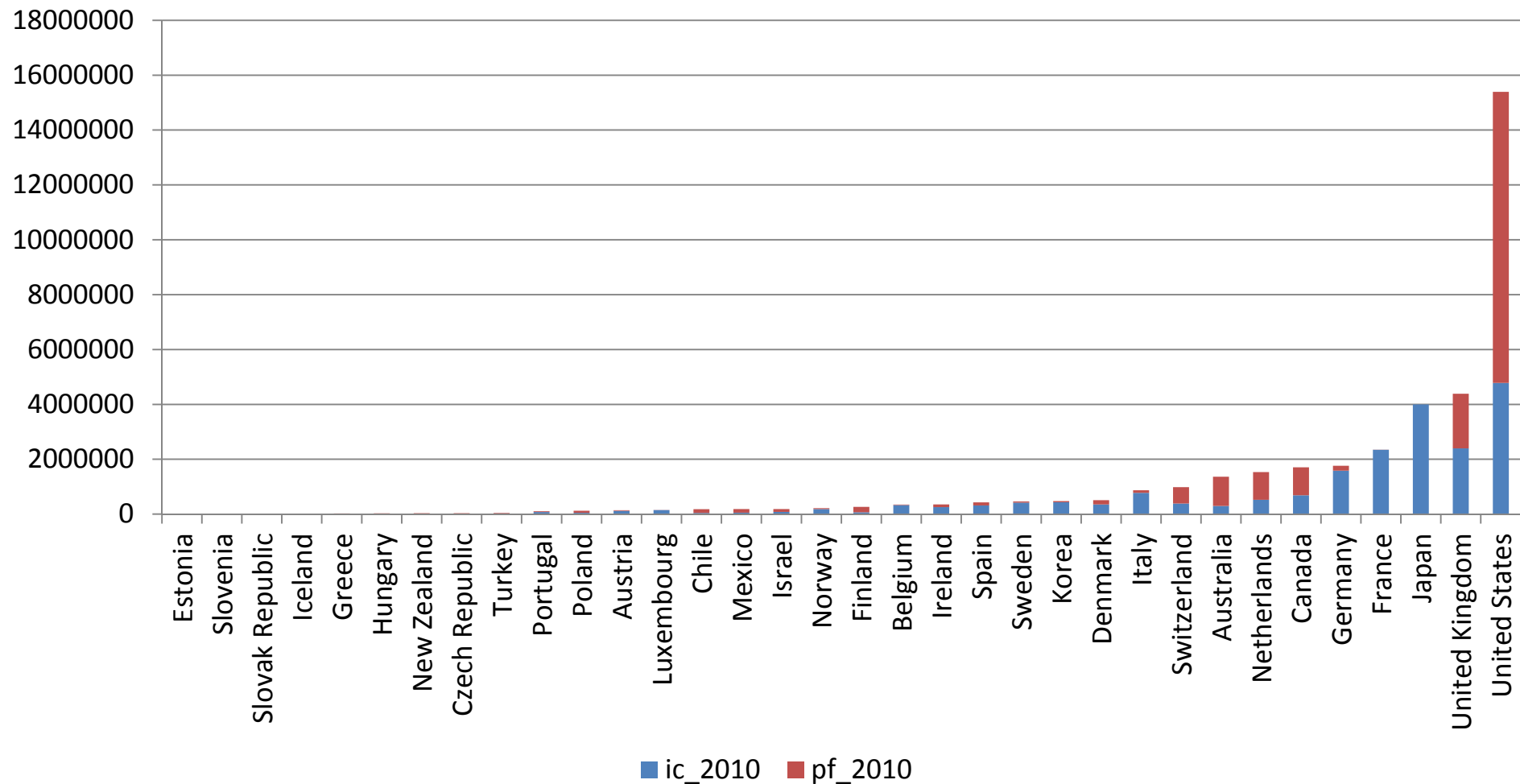
- La figure dominante de l'actionnaire n'est pas celle du petit porteur engagé dans l'entreprise :
 - La montée des investisseurs institutionnels
 - ✓ Problème de la concurrence : il faut attirer l'épargne en promettant les meilleurs rendements
 - La délégation de gestion d'actifs même pour les investisseurs supposés à long terme
 - ✓ Problème de la concurrence : les gestionnaires d'actifs doivent attirer les contrats en promettant les meilleurs rendements
 - Une durée de détention des actions qui s'effondre
 - ✓ Problème de la concurrence : désaffection pour les entreprises qui connaissent une baisse temporaire de leur rentabilité (tyrannie des rapports trimestriels !)

La montée des investisseurs institutionnels : compagnies d'assurance et fonds de pension



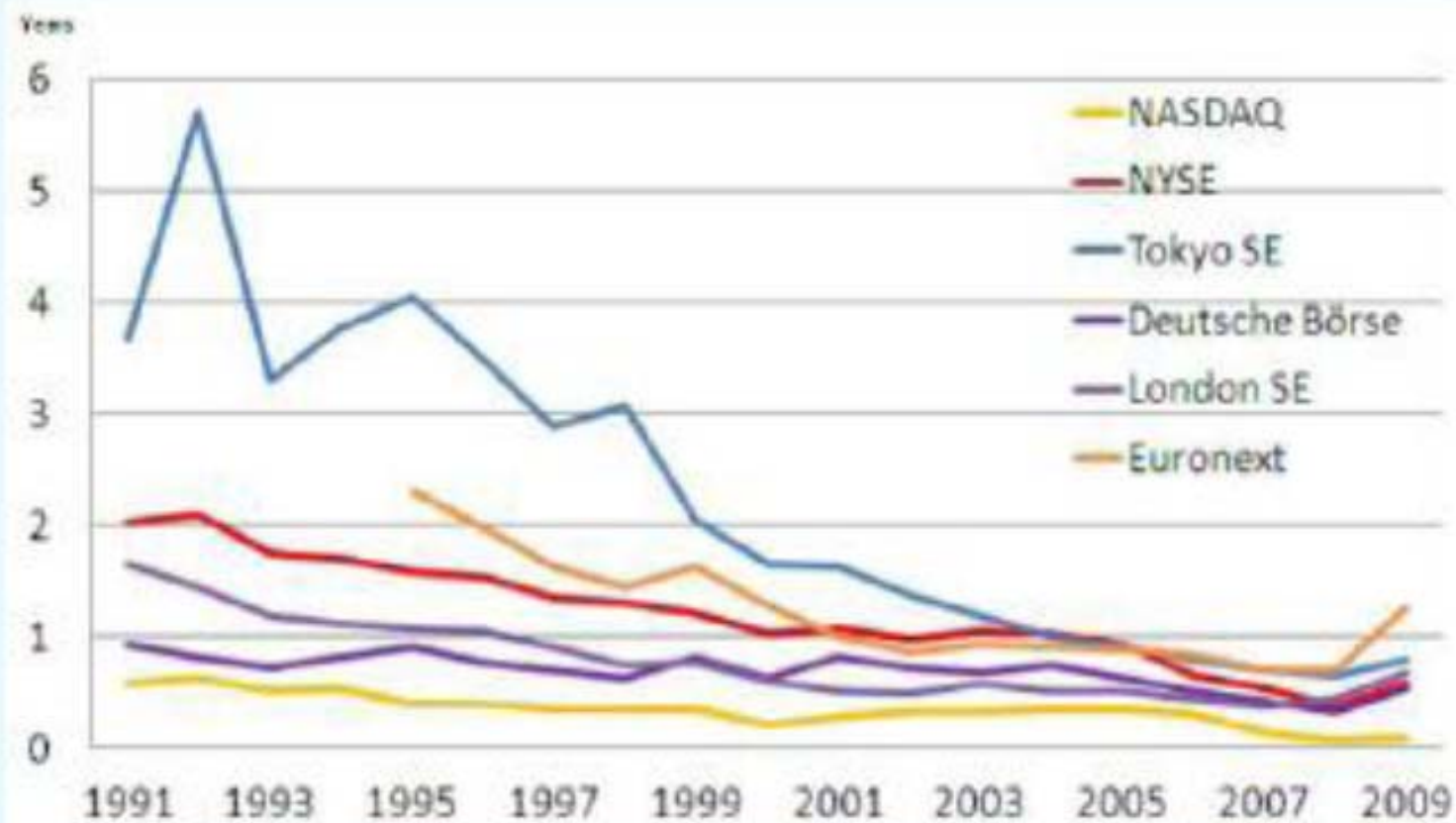
Lecture : les compagnies d'assurances françaises avaient sous gestion 2 750 milliards de dollars d'actifs en 2010

La montée des investisseurs institutionnels : les fonds de pension américains



Lecture : les fonds de pension américains avaient sous gestion plus de 10 000 milliards de dollars d'actifs en 2010

Court-termisme actionnarial : durée de détention moyenne d'une action



Source: OECD Corporate Affairs Division

4.2. Le paradoxe de la liquidité

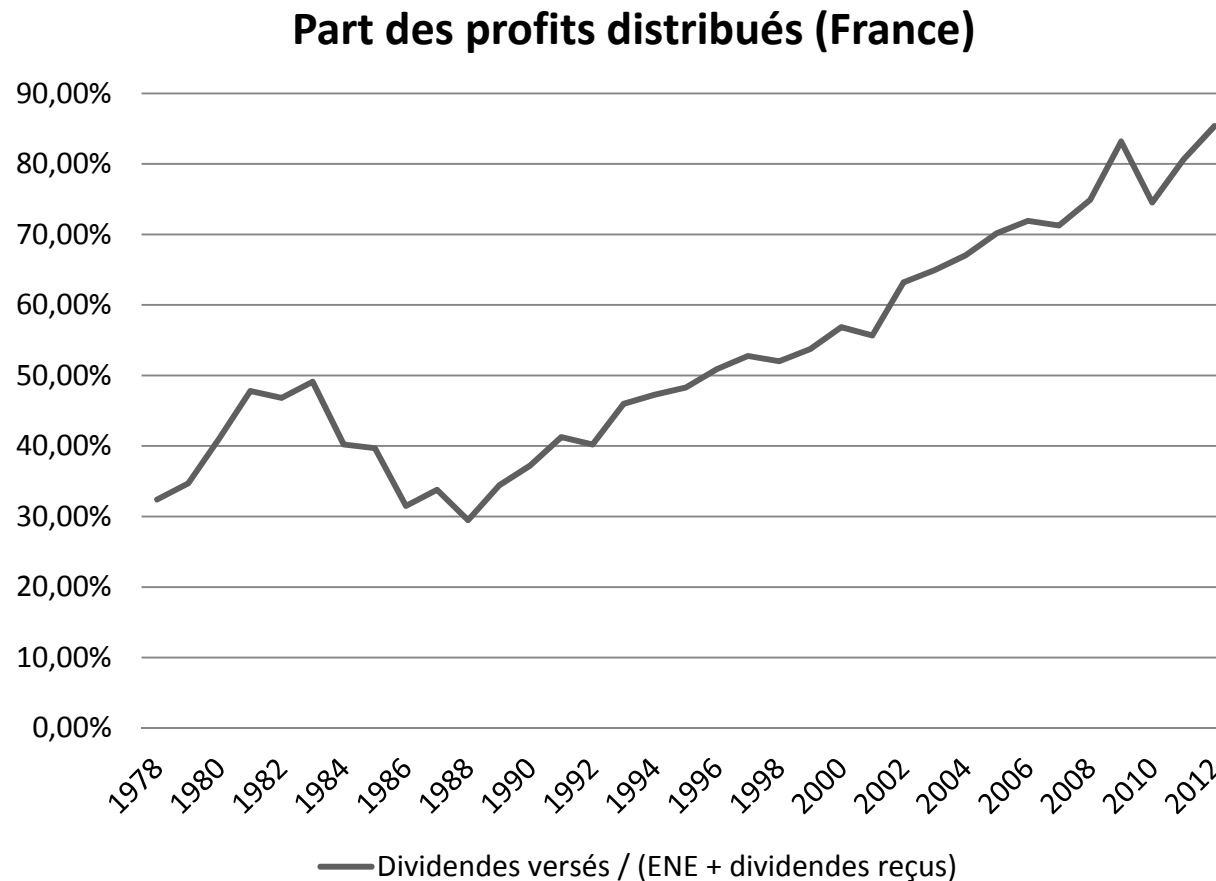
- Les actionnaires réclament la possibilité de pouvoir se désengager à tout moment, pour éviter d'immobiliser leurs fonds dans une entreprise qui pourrait annoncer de mauvais résultats : **ils veulent la liquidité de leurs placements.**
- **Les marchés secondaires** assurent que les actionnaires puissent revendre à tout moment leurs actions.
- **MAIS**, par conséquent, le cours de ces actions fluctue en continu : il existe un risque de perte en capital.
- Pour se prémunir de ce risque, les actionnaires exigent des versements de dividendes élevés pour soutenir les cours :
 - *Les actionnaires font payer aux entreprises le prix de leur propre désir de liquidité : c'est elle qui leur donne le pouvoir!*
 - *Les actionnaires n'aiment pas l'entreprise : ils veulent pouvoir la quitter à tout moment !*

4.2. L'entreprise n'est pas liquide !

- Les investisseurs financiers recherchent la liquidité de leurs placements...mais les investissements productifs de l'entreprise ne sont pas liquides :
 - *« c'est comme si un fermier, après avoir tapoté son baromètre au repas du matin, pouvait décider entre dix et onze heures de retirer son capital de l'exploitation agricole, puis envisager plus tard dans la semaine de l'y investir de nouveau. » (J.M. Keynes, 1936, Chapitre 12)*
 - **L'investissement productif suppose une dose d'irréversibilité, un engagement sur l'avenir.**
- Les intermédiaires financiers sont supposés jouer le rôle de tampon entre les désirs de liquidité des placeurs et les besoins de stabilité des entreprises...
- ...mais ils ne le font plus, puisqu'ils sont eux-mêmes pris dans une course à la rentabilité pour attirer l'épargne !

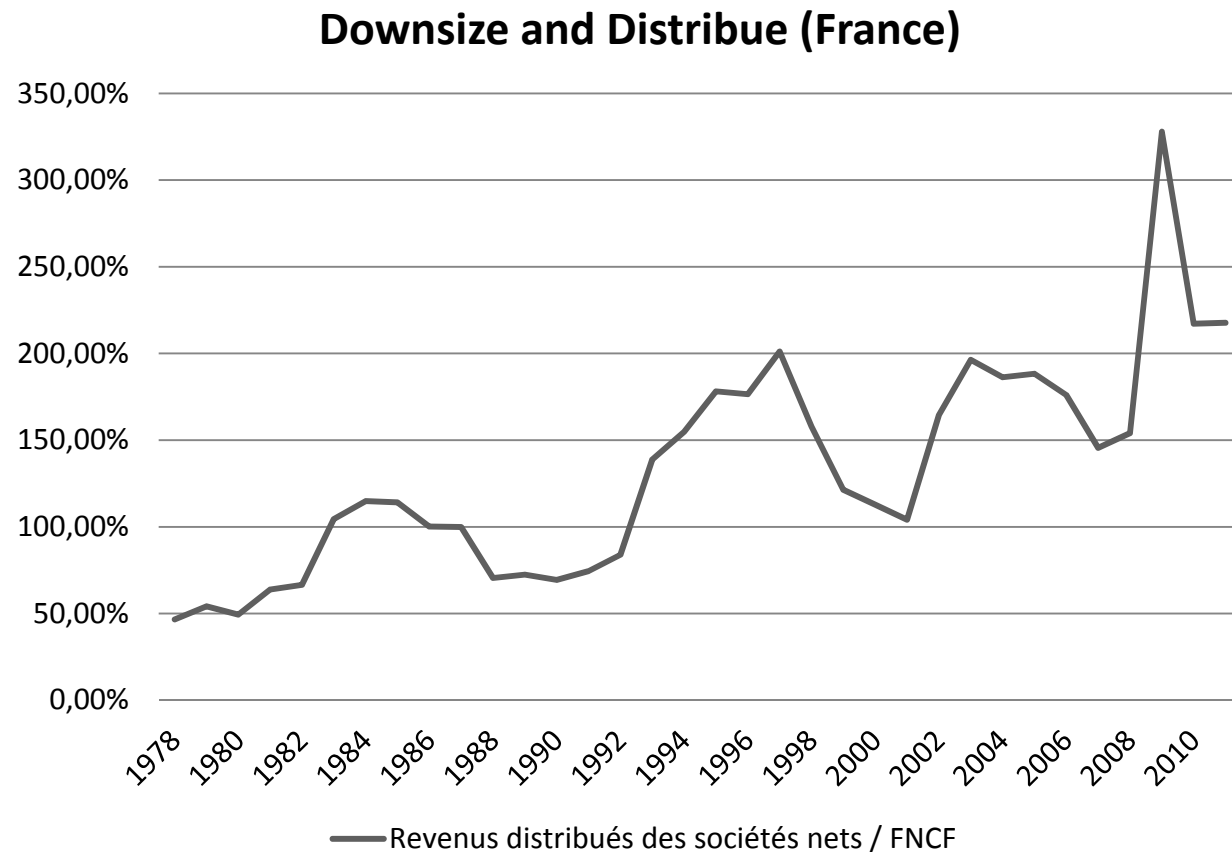
Conclusion

- Financiarisation et exigences actionnariales :
 - *1/ pression pour distribuer plus les profits...*



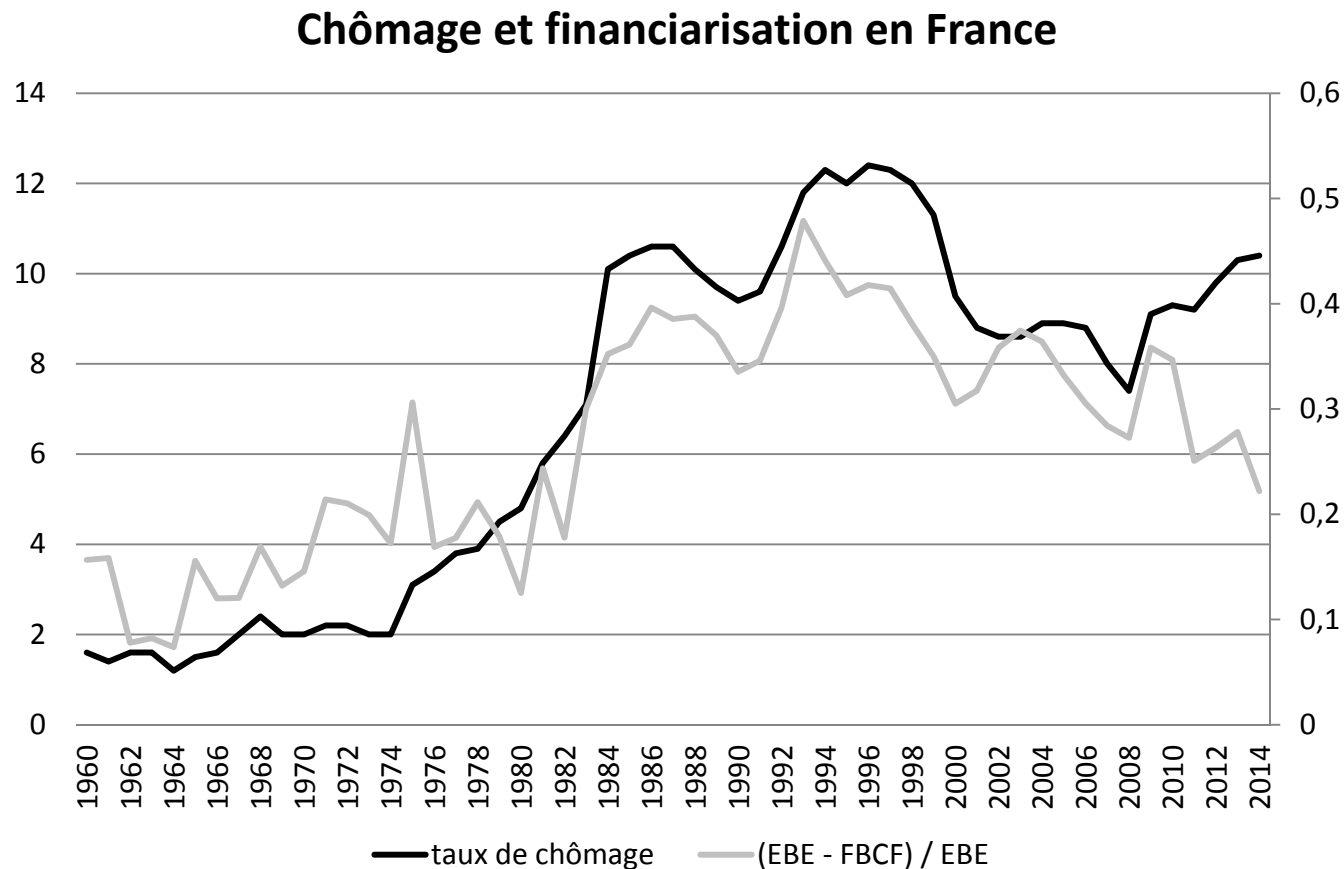
Conclusion

- Financiarisation et exigences actionnariales :
 - 2/ ...au détriment de l'investissement...



Conclusion

- Financiarisation et exigences actionnariales :
 - *3/ ...ce qui menace la croissance et l'emploi...*



Conclusion

- Financiarisation et exigences actionnariales :
 - 4/ ...et même la capacité de générer des profits dans le futur.
 - Larry Fink, PDG de BlackRock (2014) : « *Returning cash to shareholders should be part of a balanced capital strategy; however, when done for the wrong reasons and at the expense of capital investment, it can jeopardize a company's ability to generate sustainable long-term returns* »

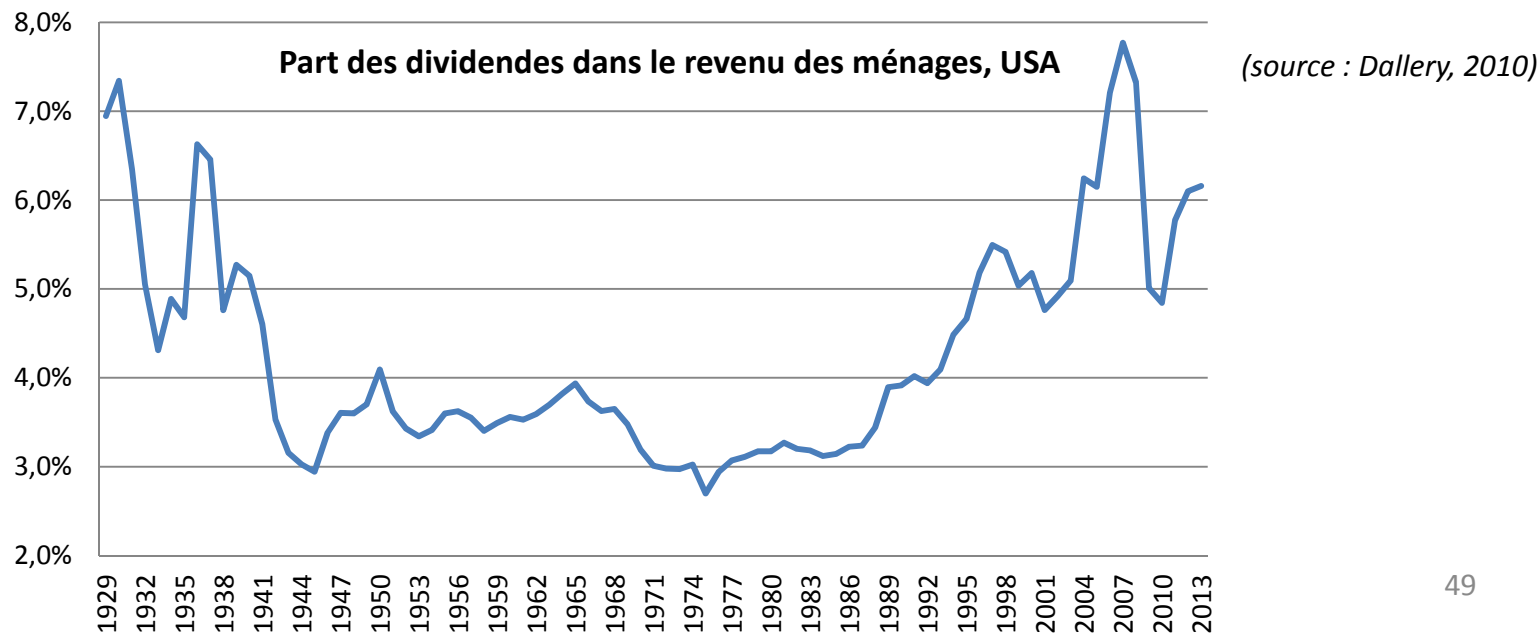
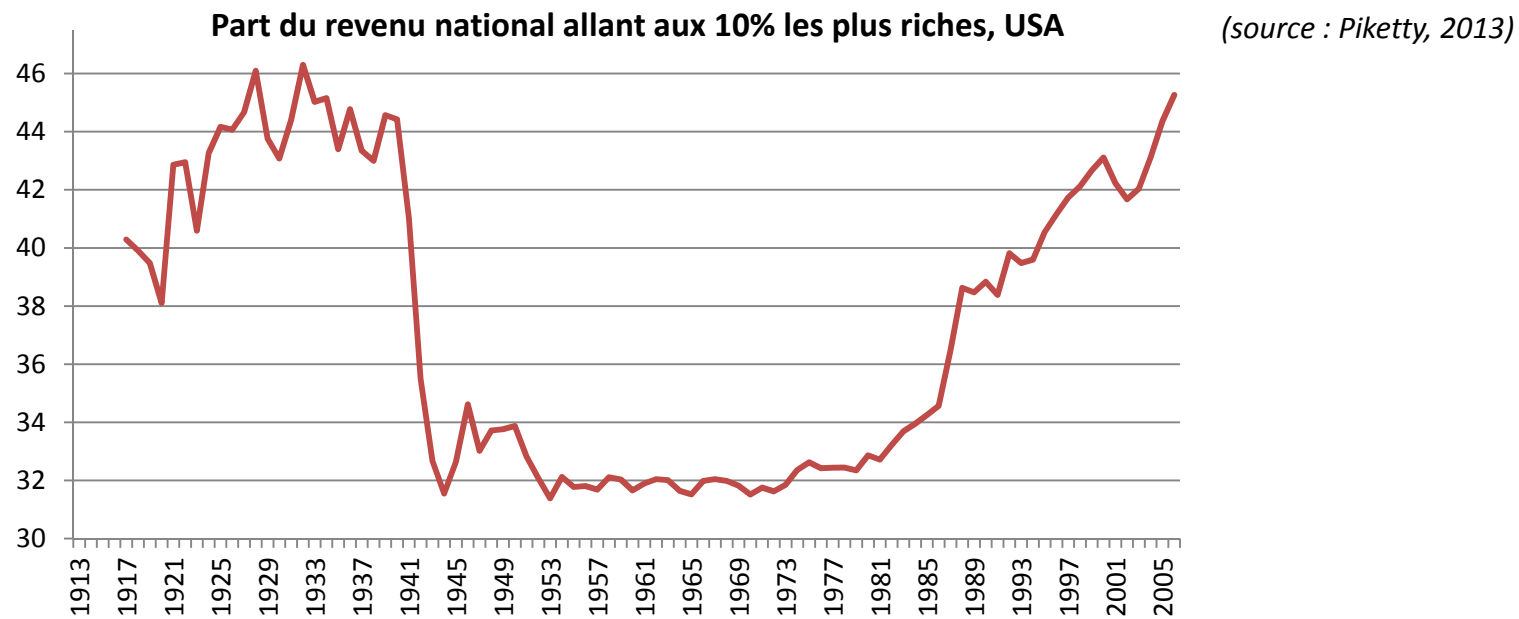
Propositions

- Rééquilibrer les pouvoirs entre les différentes parties prenantes
 - Réorienter les profits de la distribution de dividendes vers l'investissement productif
 - ✓ Présence significative des travailleurs dans les instances de décision de l'entreprise
 - ✓ Règle « capant » des taux de distribution de profit (les dividendes ne peuvent augmenter que si les profits augmentent...les dividendes baissent quand les profits baissent)
 - Contrôler la liquidité des marchés financiers et promouvoir l'actionnariat à long terme au détriment des pratiques court-termistes
 - ✓ Une Banque Publique d'Investissement grimpant au capital des entreprises
 - ✓ Droits de vote et dividendes proportionnels à la durée de détention des actions
 - ✓ Droits de vote et dividendes réservés aux seuls souscripteurs d'actions sur les marchés primaires
 - ✓ Imposer des durées de détentions d'actions à des investisseurs à long terme (fonds de pension et assureurs)
 - ✓ Imposer aux investisseurs à long terme d'intervenir prioritairement sur les marchés primaires

Une histoire cyclique du capitalisme et de la finance

- ***Le capitalisme industriel du 19^{ème} siècle...***
 - La Révolution Industrielle et le « compromis victorien ».
- ***...remplacé par le capitalisme financier dans les 1920's...***
 - Les Années Folles et la fin du compromis victorien.
- ***...remplacé par le capitalisme Fordiste après 1945...***
 - La *Grande Transformation* (K. Polanyi, 1944) et le compromis Fordiste
- ***...remplacé par le capitalisme financiarisé dans les 1980's...***
 - La *Grande Déformation* (O. Favereau, 2014) et la fin du compromis Fordiste
- ***... remplacé par...?***

Le parallèle entre les 1920's et les 1980's : inégalité et finance





Luxembourg,
7 mai 2015



La finance aime-t-elle l'entreprise ?

Thomas Dallery

