

DE LA FINANCE POUR L'INDUSTRIE À L'INDUSTRIE POUR LA FINANCE ?

RAUF GÖNENC*

La thèse de cet article est que la nature des relations entre la finance (l'offre de capital) et l'industrie (l'utilisation de capital dans l'économie productive) se transforme radicalement dans les pays industriels avancés.

Les entreprises industrielles ont acquis, au fil du XXe siècle, une considérable autonomie par rapport à leurs fournisseurs de capitaux, et leur ont au fond imposé, bon gré mal gré, des attitudes de «satisfizer» («satisfaits pour un minimum») dans leurs attentes de performance financière de leurs investissements. Vers la fin du XXe siècle, les fournisseurs de capitaux regagnent rapidement le terrain perdu, et recherchent un rapport plus «classique» (plus conforme aux principes d'une économie de marché concurrentielle) avec les entreprises industrielles, où la maximisation de la rentabilité des capitaux investis redevient le principe déterminant dans le choix des investissements. Ce recentrage resoumet les entreprises industrielles aux comportements «d'optimize» (d'optimisation) des investisseurs-créditeurs, banquiers et actionnaires.

381

Les sociétés industrielles modernes commencent à se confronter aux implications innombrables de cette lame de fond, dont l'acceptation sociale n'est pas encore pleinement assurée. Le grand consensus et ordre social et industriel du XXe siècle était basé en effet sur un rapport traditionnel, «basé sur une satisfaction minimum» entre l'offre de capital et l'activité productive.

Le rétablissement du primat de l'optimisation financière a deux caractéristiques nouvelles, qui lui donnent toute sa spécificité moderne :

1) elle se déploie dans une économie productive où le *capital humain et intangible* des entreprises est le facteur clé de la compétitivité, où des

* Administrateur principal à l'OCDE. Les opinions exprimées dans cet article sont celles de l'auteur et n'engagent pas l'OCDE.

Le lecteur conviendra que l'exposition de cette thèse dans l'espace d'un article exige un traitement compact et résumé de nombreux points. Une annexe bibliographique succincte tentera de donner un certain nombre de références de la littérature économique et financière se rapportant aux différentes sections de l'article, et tentera d'aider le lecteur désireux d'interroger, d'explorer et d'approfondir les différents points de l'argumentation proposée.

rappports de partenariat entre les fournisseurs de capital financier et les détenteurs de capital humain deviennent une nécessité - engageant les deux parties dans des formes d'entreprise, de partenariat et de «governance» modernes qui sont encore en gestation ;

2) le redéploiement des contraintes financières se fait à des degrés inégaux dans les différentes régions de l'économie mondiale, à cause d'une libération inégale de l'allocation du capital, et de la diffusion inégale des techniques et des pratiques d'optimisation financière. Cette hétérogénéité pourrait préfigurer des tensions nouvelles entre les entreprises des différents pays, qui se concurrencent dans les marchés industriels globaux sans être soumises aux mêmes disciplines financières.

L'article développe cette argumentation en trois sections et une conclusion. La Section II fournit une relecture rapide des caractéristiques traditionnelles du rapport finance/industrie dans la plus grande partie du XXe siècle ; la Section III présente les grands axes de transformation des stratégies d'optimisation et de «governance» des investisseurs financiers en cette fin de siècle ; et la Section IV décrit les formes émergentes d'entreprises qui répondent à ces exigences dans un environnement où le capital humain et intangible devient le facteur compétitif clé des entreprises. La conclusion relève les décalages internationaux dans le déploiement de ces forces et formes nouvelles, et indique les défis à la concurrence industrielle globale dans ce contexte.

382

II. La finance dominée par l'industrie dans la croissance du XXe siècle

Dans la croissance du XXe siècle, le comportement d'investissement et de croissance des entreprises n'a pas été principalement déterminé par la maximisation de leur profitabilité (de leur rentabilité financière). Pendant la plus grande partie de cette période, les entreprises des pays industriels devaient en effet assurer une *rémunération minimale* aux capitaux qui y étaient investis, aussi bien sous forme de capital propre (par leurs actionnaires) que sous forme de crédits (par leurs créiteurs bancaires). Une fois le seuil minimum de rentabilité assuré, elles disposaient d'une marge de liberté large dans le choix et l'orientation de leurs investissements. En termes formels, le comportement d'investissement n'était pas un comportement déterminé (endogène), mais un comportement indéterminé-sous-contraintes (exogène) dans l'économie productive.

Cette caractéristique a été centrale dans la croissance économique du XXe siècle. Il a créé un large champ d'actions pour les entrepreneurs et les directions d'entreprises, en créant un espace étendu de performances

«acceptables» pour les projets d'investissements et les stratégies d'affaires. Il a aussi permis une grande diversité de niveaux de productivité, de combinaisons d'activités, et de méthodes et de styles d'organisation dans l'économie productive. On peut qualifier un tel système industriel de largement entrepreneurial et managerial, la rémunération des capitaux investis étant une contrainte «faible» dans le système.

Il est important de reconnaître que ce système a été loin d'être un système d'équilibre compétitif général¹, où les capitaux doivent être alloués, d'une manière concurrentielle, à leurs usages économiques les plus rentables, et où la rentabilité des capitaux dans chacun des usages doit se maximiser et converger.

Le système d'allocation du capital pendant cette période a été déterminé par certains traits structurels de la collecte et de l'allocation de l'épargne (des ménages et des entreprises) dans les pays avancés :

1) La réglementation des taux d'intérêt

La réglementation et/ou le contrôle coopératif (dans le système bancaire) des taux d'intérêt prend des formes publiques ou privées diverses dans les différentes économies. Elle constitue une caractéristique des économies modernes dans la plus grande partie du XXe siècle. Les conséquences de ces arrangements sur le fonctionnement de l'économie productive ont été immenses. Il est intrigant que ce phénomène ait été si peu étudié dans ses conséquences pour le secteur productif. Deux points principaux doivent être rappelés :

- Les coûts des fonds collectés par les banques ont été très largement réglementés dans les économies modernes jusqu'aux années 80. La réglementation des taux d'intérêts dépositeurs, la politique des réserves obligatoires, et la fiscalité de l'intermédiation bancaire ont largement structuré les coûts bancaires. Les ressources collectées par les banques ont été, par conséquent, la plupart du temps privées de toute «auction à la collecte» à l'aide du marché du capital. Dans de nombreux cas, ce contrôle était effectué par des moyens indirects, telle une concertation directe entre les banques (ou par des arrangements entre les banques centrales et les banques commerciales). En fin de compte, le coût des fonds collectés du système bancaire n'a pas été un coût compétitif pendant la plus grande partie de cette période.

- Cette réglementation des coûts des fonds s'est répercutée par la détermination, également par voie réglementaire ou par concertation, des coûts des crédits bancaires (les taux s'intérêts créditeurs) pendant la même

¹ Au sens de Arrow et Debreu «Existence of an equilibrium for a competitive economy», *Econometrica*, vol. 22, 1954.

période. Le résultat fut un système de prix de crédits plafonnés par réglementation ou par autocontrôle, où les allocations de crédit sont rationnées à des niveaux de taux d'intérêts donnés - sous des principes de minimisation de risques et de reconduite conservatrice des positions de crédit. Ce mécanisme d'allocation se différencie de celle préconisée par la théorie d'optimisation financière, qui consiste à maximiser le rapport coût/risque dans la distribution des crédits. Les systèmes réglementaires et prudents n'autorisèrent et n'incitèrent cependant pas le déploiement de cette rationalité dans la plus grande partie du système bancaire.

Ce système favorise donc l'allocation des crédits à des usages et à des financements à faibles risques et à faibles coûts, au bénéfice d'une structure de clientèle fortement stabilisée. Les incitations à la recherche de clients et d'entreprises à hautes performances et à haute capacité de rémunération sont par conséquent largement éliminées du cœur du système bancaire commercial.

2) Les «coûts d'agence» des actionnaires et l'emprise des directions professionnelles

384

Les ressources d'épargne (la capacité d'autofinancement) générée dans les entreprises cotées en bourse sont une des principales sources d'épargne macro-économiques dans l'économie du XXe siècle. Ces ressources, qui d'ajoutent au capital initial des entreprises, constituent un stock de capital qui fut imparfaitement contrôlé par leurs propriétaires. Leur rentabilité et leur allocation ont été rarement optimisées du point de vue financier. Les imperfections des contrats d'agence régissant les liens entre les actionnaires et les directions d'entreprises, et la capacité de ces dernières à poursuivre leurs propres objectifs, sont à l'origine de cette «sub-optimalité» bien connue.

La littérature sur ce sujet montre que cette imperfection est quasi-fondatrice dans le fonctionnement du système d'allocation du capital des économies modernes. Elle montre en effet que, jusqu'aux années 80, la masse d'épargne contrôlée par les directions professionnelles ne fut partie d'un marché de capital intégré dans aucun pays - où les fonds puissent être alloués de manière concurrentielle aux usages les plus rentables. Le processus de planification des investissements (de capital budgeting) dans les entreprises a conduit à l'utilisation des fonds dans les domaines où les entreprises choisissaient de constituer des compétences et une base de croissance, *tout en assurant néanmoins un revenu minimal à leurs actionnaires.*

Y compris dans les pays ayant un marché boursier très actif (Etats-Unis et Royaume-Uni), la possibilité de «sortie» (de revente d'actions) des propriétaires n'a pas constitué une contrainte d'optimisation suffisante sur

les entreprises, l'ensemble des entreprises cotées connaissant des «coûts d'agence» similaires, et les actionnaires «sortants» en pouvant jamais «entrer» que dans d'autres entreprises sujettes au même problème.

Aussi, les prix des actions sur le marché boursier fluctuant en permanence, les prix nominaux des actions reflétaient-ils à tout moment une rentabilité «normale» de ces titres, compte tenu des perspectives de rentabilité des entreprises. On assistait donc, non pas à un ajustement des politiques et stratégies d'investissement des entreprises à un objectif de «performance financière cible», mais plutôt à un processus d'ajustement du prix de leurs actions à leurs perspectives de rentabilité. Dans ce système, les stratégies d'investissement des entreprises constituaient en quelque sorte une variable exogène, et leur rentabilité financière résultant est un résultat induit.

Le comportement des marchés boursiers, faisant alterner les périodes de surévaluation et de sous-évaluation des prix boursiers, fait aussi entrer un paramètre additionnel de la profitabilité finale des investisseurs : l'évolution de l'opinion du marché (de la communauté des investisseurs) sur l'avenir, indépendamment de l'évolution et des perspectives de profitabilité des entreprises spécifiques. Cette évolution détermine les gains ou les pertes en capital des investisseurs. Cet élément s'ajoute à, et fréquemment éclipse, les revenus directs (les dividendes) générés par les entreprises spécifiques. Cela peut réduire encore les exigences de maximisation de la rentabilité interne des entreprises par les investisseurs, tant que les entreprises peuvent assurer les résultats financiers minimaux demandés.

Ce «système» a été profondément remis en cause par les évolutions des années 80, notamment par la multiplication des rachats d'entreprises sous-performantes.

3) *Entrepreneurs et «Empire-builders» comme non-financiers*

L'économie industrielle du XXe siècle fut comme une économie créée par des «bâtisseurs d'empires industriels» qui, soit à titre de propriétaires des grandes entreprises du siècle (A. Sloan avec G.M. ; H. Ford avec Ford ; T. Watson avec IBM), soit à titre de dirigeants professionnels (chez Du Pont ; chez G.E. ; chez Siemens ; chez Nissan ; etc.), ont fait régner leur vision, et leur stratégie d'allocation du capital pour la croissance de ces entreprises. Ils ont orienté pendant de longues périodes les ressources de ces entreprises, sans être soumis à un véritable contrôle externe et à une exigence d'optimisation financière de parties tiers. Ils ont parfois été soutenus par de grands banquiers de l'industrie (eux-même des «bâtisseurs d'empire», comme par exemple J.P. Morgan) qui les ont accompagnés dans ces stratégies de croissance internes et externes.

S'ajoutent à ces grands magnats «bâtisseurs d'empires», une faune *d'en-*

trepreneurs individuels qui engagent énergie et fortune dans des affaires en création (start-ups) - sous un mécanisme économique très spécifique : des initiatives qui ont la particularité d'absorber d'importants investissements en capital propre et en énergie des entrepreneurs, mais qui ne font pas l'objet d'une évaluation en «capital-budgeting» comparative et optimisatrice - par rapport à des opportunités de placements alternatifs. Les performances industrielles *ex post* des initiatives déterminent la rémunération *ex post* des entrepreneurs.

En résumé, l'Économie Industrielle du XXe siècle fut le fruit d'actions d'investissements «bâtisseurs d'empire», d'un côté, et «entrepreneuriaux», de l'autre, dont les acteurs ont eu dans les deux cas «des coudées franches» pour poursuivre des projets et des visions industriels qui leur étaient propres, sans devoir en donner une justification formelle, systématique et *ex ante* à des investisseurs tiers.

En réalité, les «bâtisseurs d'empire» ne disposaient pratiquement jamais - sauf quand ils engageaient leur seule fortune personnelle, ce qui n'était pas rare - d'une liberté financière illimitée. Mais : i) la partie empruntée de leurs ressources (les crédits) pouvait leur être accordée sous des exigences de rémunération relativement faibles (voir supra, section I) ; et ii) les fonds propres investis par des actionnaires tiers étaient investis, souvent à la «satisfizer», avec l'anticipation d'une rémunération en résultats (en dividendes directs) relativement faibles - et une anticipation de rémunération principalement fondée sur des attentes d'appréciation du cours des actions. Le contrôle quasi-total que les «bâtisseurs d'empire» exerçaient sur les ressources d'autofinancement de leurs entreprises constituaient leur principale source de financement.

Les mesures réglementaires qui ont suivi la crise financière de 1929 ont consolidé cette évolution dans les pays où une nette séparation de la fonction bancaire et de la fonction industrielle a été recherchée. Les investisseurs ont été incités à choisir entre un rôle d'actionnaire et un rôle de créancier - pratiquement exclusifs l'un de l'autre - et une fois ce choix effectué, ils ont été réglementés dans leurs possibilités d'accès à l'information et aux processus de décisions internes des firmes. Un actionnaire ou un créancier ayant accès à ces éléments d'information et de pouvoir «d'insider» voyait sa capacité d'opération financière restreinte suivant le principe qu'il ne se trouvait plus sur un pied d'égalité avec les autres investisseurs.

Par conséquent, ce qui caractérise surtout la spécificité de l'investissement industriel dans l'économie du XXe siècle, est l'action de ces entrepreneurs et de ces «empire-builders», engageant leurs propres ressources financières (et celles de leurs entreprises), leur propre énergie, et leur propre capital humain dans des projets industriels auxquels souvent eux

seuls (et leur entourage direct et immédiat) devaient pleinement croire, et qui ont pu conduire l'allocation du capital dans l'industrie en fonction de ces visions et de ces convictions «privées» - sous la contrainte d'une rémunération *minimum* à offrir aux ressources de capital externes engagées dans ces projets².

4) Politiques de développement industriel national

Le XXe siècle fut aussi un siècle d'Etats-Nations et de politiques de développement industriel national. Les conséquences sur les processus d'allocation dans l'économie productive ont été considérables. Il sera seulement signalé ici la nature de la déviation que cela a pu entraîner par rapport à un modèle d'allocation pure et concurrentielle des capitaux.

Trois instruments de politique majeurs ont structuré l'intervention des politiques de développement industriel national sur les processus d'allocation des fonds : 1) la protection commerciale et les subventions ; 2) les banques de développement et les crédits «de politiques» ; et 3) les entreprises publiques.

Les politiques de protection commerciale comme outil principal, et les politiques de subventions comme outil d'accompagnement, ont évidemment eu un impact direct sur les décisions d'allocation de capital dans l'économie productive. Elles l'ont fait en augmentant les prix sur les marchés de produits et services (par la protection commerciale) ou en diminuant le coût des investissements (par les subventions). Elles ont généralement atteint leurs objectifs, à des coûts économiques souvent considérables pour les consommateurs et les trésors publics.

Elles ont aussi souvent eu un impact à première vue «accessoire», mais qui a pu jouer un rôle essentiel dans l'allocation du capital : elles ont réduit considérablement les incertitudes et les risques pesant sur les décisions d'investissement. Directement ou indirectement, elles ont minimisé le nombre d'acteurs en concurrence, limité les menaces d'entrée, fondé une vision relativement stable de l'avenir, «coordonné» le comportement des

² L'Economie théorique peut supposer ici que ce mode de prise en charge de la fonction d'allocation de capital par les «entrepreneurs» et les «bâtisseurs d'empire» peut être un arrangement «rationnel» du point de vue de l'allocation sociale de capital si cet arrangement fournit une rentabilité ex post maximale pour les capitaux investis dans l'industrie. En effet, si cela était le cas, l'activité des «entrepreneurs et bâtisseurs d'empire» pourrait être considérée comme un arrangement efficace de «trusteeship» de la part de leurs fournisseurs de capitaux - y compris de leurs propres capitaux - sur la base de mécanismes, d'expériences, de savoir-faire, de caractère et de réputation afin de conduire à une allocation optimale de capital dans l'économie, en orientant les ressources vers les usages financièrement les plus profitables. Cette hypothèse, qui est évidemment celle, spontanée, de la théorie économique, n'est pas vérifiée par les faits; L'Economie Industrielle du XXe siècle n'a pas été une économie de maximisation de la rentabilité du capital : la performance industrielle et la rentabilité financière des investissements et des entreprises ont pu être souvent, et pour de longues périodes de temps, dissociées.

acteurs, et, par conséquent, créé *un «jeu industriel» très différent de celui supposé par le modèle de marché atomisé et concurrentiel.*

L'activité des banques (publiques ou quasi-publiques) de développement industriel, et celles des banques commerciales et d'affaires qui, par divers moyens, ont pu suivre les injonction gouvernementales, fut un deuxième mécanisme de modification dans l'allocation du capital.

Ces banques constituent un instrument d'intervention explicitement utilisé pour le développement industriel, où la rentabilité des capitaux investis n'est pas un objectif structurant les décisions d'allocation. Dans les «meilleurs» des cas, un seuil minimum de rentabilité a été respecté.

Les entreprises publiques représentent une troisième variante d'intervention, où les fonds propres investis dans l'entreprise sont alloués selon une multitude de critères non financiers (développement d'industries de base, d'industries importantes pour la défense nationale, d'industries créatrices d'emploi, etc.). Le statut fréquemment monopoliste de ces entreprises a pu parfois leur permettre d'enregistrer une rentabilité élevée, lorsque celle-ci n'a pas été dissoute par des politiques de prix «sociales» ou encore par diverses formes de sub-optimalités couramment rencontrées dans ces entreprises. En tous les cas, la forme d'entreprises gouvernementales n'a pratiquement jamais été conçue comme une instrument de maximisation de la rentabilité financière des investissements dans l'économie productive, des notions de «rentabilité sociale» et de «bénéfices publics» présidant à leurs politiques d'investissement.

Ces formes d'interventions dans le processus d'allocation du capital, qui ont traditionnellement joué un rôle marginal dans un certain nombre de pays, sont en déclin rapide dans l'ensemble des pays industriels.

III Le retour de la finance dans la structuration de l'économie productive

Ce système d'allocation de capital a conduit les économies industrielles pendant la majeure partie du XXe siècle. Depuis le début des années 80, ce système connaît une transformation profonde : les propriétaires de capital et les créateurs des entreprises sont désormais directement motivés et équipés pour *contrôler et maximiser la rentabilité financière* des ressources financières investies dans l'industrie. Malgré une référence continue à la «révolution financière» dans la presse et la littérature financières, toute la nature et la signification de cette transformation n'ont pas été encore pleinement examinées dans les pays industriels avancés. Deux mouvements majeurs sont à l'origine de cette transformation :

1) *La déréglementation des taux d'intérêt et le retour du principe de l'auktion dans l'allocation des crédits*

Opérant depuis toujours à la marge du système bancaire réglementé et institutionnel (traditionnellement confiné à des marchés domestiques «gris» et à certains marchés internationaux), la libre détermination des taux d'intérêt (le principe d'un prix libre dans le marché du capital) redevient le principe dominant dans l'orientation des crédits. La déréglementation des segments croissants des marchés financiers - qui est encore loin d'être complète, notamment dans certains pays (voir les remarques de la conclusion) - font basculer le mode principal de rémunération des capitaux de crédit d'une rémunération contrôlée et réglementée vers une rémunération libre, fluide et compétitive. Cette libéralisation concerne une gamme croissante de sources et de fournisseurs de crédits, au sein de chaque secteur financier national, et dans les segments croissants du marché international. Le tournant du XXI^e siècle est en train de marquer probablement l'achèvement de ce processus dans les pays industriels avancés.

Les conséquences sur le financement des entreprises industrielles sont considérables. Celles-ci opèrent désormais dans un environnement où les fournisseurs de fonds disposent d'un grand nombre d'intermédiaires alternatifs et en concurrence, qui «surenchérisent» en termes de prix, et qui par conséquent doivent détecter et investir les possibilités de placement les plus profitables. Le système passe d'un principe de gestion administrée des circuits financiers à un principe d'auktion dans l'allocation des crédits. Le déclenchement de la concurrence-prix au niveau de la collecte de l'épargne se répercute directement au niveau des taux d'intérêt créditeurs. En conséquence, les institutions de crédit recherchent les emprunteurs industriels capables de leur offrir la meilleure combinaison de coûts et de risque.

L'offre de crédits à l'industrie change donc de ressort : de rationné, conservateur et frugal (*satisfizing*), il devient auktionnel, innovateur et optimisateur. Le système d'allocation de crédits se rapproche de celui modélisé par la théorie de l'équilibre concurrentiel.

2) *L'institutionnalisation de l'actionnariat et la retransformation des directions professionnelles en «agents» des investisseurs*

L'actionnariat des entreprises cotées en bourse se concentre et «s'institutionnalise» depuis le début des années 80. Cela est une évolution majeure par rapport aux structures d'actionnariat antérieures. Elle signifie que les actionnaires sont de moins en moins des épargnants individuels qui gèrent des portefeuilles personnels, et de plus en plus des organisations qui collectent l'épargne d'un grand nombre d'individus et qui les gèrent dans

des portefeuilles institutionnels. Les deux grands types d'organisations qui remplissent ce rôle dans les économies modernes sont les fonds de pension (et les sociétés d'assurances) et les fonds mutuels de placement.

Les fonds de pension et les sociétés d'assurances existent évidemment depuis plusieurs décennies dans plusieurs pays, et les fonds de pension sont une création plus récente dans d'autres³. Dans les deux cas, leur rôle en tant que gestionnaires d'un stock d'actions évolue d'une manière importante. Dans les pays où ils sont depuis longtemps implantés, ils constituent désormais la source de capital la plus importante pour les entreprises cotées. Leur comportement, de surcroît, évolue rapidement d'un comportement fortement réglementé et à attente financière «de satisfaction» vers un comportement moins réglementé, plus concurrentiel et fortement optimisateur⁴.

Les fonds mutuels de placement connaissent une croissance similaire en volume et une évolution semblable dans leurs stratégies - dictées par la même intensification de la concurrence dans ce secteur. Ils sont d'ailleurs chargés de la gestion d'une part importante de fonds qui leur sont confiés par les fonds de pension. Ils revêtent des formes institutionnelles différentes dans les différents pays («open» and «closed» mutual funds aux Etats-Unis, investment trusts au R.-U., unit trusts au Japon, les SICAV en France, etc.) ; mais leur fonction de base partout, est de gérer, dans un environnement de plus en plus concurrentiel, et sous des contraintes croissantes de rentabilité maximale, un portefeuille de titres financiers au nom de leurs clients et contributeurs.

Cette évolution dans la composition et les objectifs de l'actionnariat commence à transformer les rapports entre les propriétaires (les actionnaires) et les directions professionnelles des entreprises cotées. Elle s'inscrit dans la direction suivante, qui est *plus compliquée* qu'une simple intensification des pressions des propriétaires pour la maximisation de la rentabilité interne des entreprises.

3 L'évolution démographique fait augmenter le rapport inactifs/actifs dans les pays industriels avancés. Elle annonce une diminution importante des revenus de pensions prévisionnels dans les systèmes de retraites à répartition. Cela encourage la création des systèmes de retraites par capitalisation (et, par conséquent, les fonds de pension) dans tous les pays.

4 L'évolution de la réglementation et des politiques résultantes des fonds de pension est amplement documentée. Elle suit une ligne de base commune dans les grands pays industriels avancés (notamment les Etats-Unis, l'Allemagne et le Japon). Le passage de fonds à «bénéfices déterminés» à des fonds à «contribution déterminée» (et à bénéfices ouverts), et leur gestion de moins en moins subordonnée à la gestion de trésorerie des entreprises employeurs, ainsi qu'aux interventions des syndicats, promouvait une gestion plus conforme aux principes d'optimisation financière. Cela entraîne une transformation et une «activation» inédite dans la gestion de ce stock de capital gigantesque. Des discussions de politiques sont cependant encore à prévoir au sujet de la supervision prudentielle et de la réglementation de ces fonds.

La stratégie des investisseurs optimisateurs consiste, en effet, en toute rationalité et en toute conformité avec la théorie financière, à maximiser la profitabilité - ajustée - des risques d'un portefeuille d'investissements. Or, dans un marché financier où les titres sont cotés et échangés dans des marchés secondaires, la profitabilité d'un investissement dépend non seulement de la rentabilité interne de l'entreprise émettrice, *mais aussi* de l'appréciation en valeur (le gain en capital) du titre qui dépendra de *l'opinion des autres investisseurs sur l'évolution future de la rentabilité de l'entreprise et de la valeur ultérieure du titre sur le marché.*

Symétriquement, les risques d'un investissement ne dépendent pas seulement des risques de détérioration des performances internes de l'entreprise, mais aussi de la détérioration sur le marché du prix de ces titres (pertes en capital) qui peuvent découler, soit d'une amélioration des possibilités d'investissement alternatif, soit d'un retournement de l'opinion des investisseurs sur l'avenir.

En conséquence, tant que le prix sur le marché d'une action ne reflète pas entièrement et exclusivement la rentabilité interne d'une entreprise, il est rationnel pour les investisseurs optimisateurs de rester *flexibles et liquides* afin de profiter des fluctuations de marché favorables - notamment des «bubbles» passagers. Dans des marchés boursiers non déterminés par les seuls «fondamentaux» de l'entreprise, il existe donc de fortes primes «à la mobilité et à la liquidité» dans la gestion des portefeuilles, qui déterminent les stratégies de placement des investisseurs. Ces primes à la liquidité pourraient être vues comme un «bruit» dans l'allocation micro-économique des ressources, puisqu'elles créent un «surcoût d'opportunité» pour les placements non liquides dont les propriétaires doivent sacrifier l'opportunité de bénéficier de tout excès d'optimisme dans le marché.

391

Dans ce contexte, il est néanmoins rationnel pour les investisseurs de s'efforcer, dans la limite d'un coût de contrôle optimisé, que l'entreprise dont ils sont propriétaires maximise sa rentabilité interne, et effectue ses choix d'investissements selon des principes de calcul financier. Cette optimisation a un impact direct - quoique non exclusif - sur la profitabilité de leur portefeuille.

Ainsi, les actionnaires institutionnels étant incités à obtenir une rentabilité interne maximale des entreprises, la *concentration* de leurs parts (encore limitée, mais croissante) augmente-t-elle les bénéfices que chacun peut obtenir de ce meilleur contrôle sur les directions. Il devient ainsi plus rationnel pour eux d'assumer les coûts de mise en œuvre de ce contrôle et d'en mettre au point les procédures.

Cette évolution dans la structure, les incitations et les stratégies des actionnaires restitue les directions professionnelles dans le rôle qui leur

était imparti - depuis toujours - par la théorie des marchés concurrentiels - mais qu'elles avaient débordé et renversé dans la plus grande partie du XXe siècle. Elles redeviendront les «agents» des investisseurs financiers et des propriétaires de l'entreprise, chargée de l'optimisation de la rentabilité d'un portefeuille d'investissements, et de la sélection et de la mise en œuvre de nouveaux projets d'investissements. Notre thèse est que ce changement sera la «révolution de la fin du siècle» dans l'orientation des structures productives des pays industriels avancés⁵.

III) Rentabilité d'entreprise et capital intangible : la recherche d'un nouvel équilibre (nouveau partenariat) entre investisseurs financiers et acteurs (insiders) industriels

Cette mutation dans l'allocation du capital ramène le fonctionnement des économies qui en font l'objet plus proche du modèle pur d'économie compétitive. En ce sens, cette évolution pourrait être considérée à première vue comme un nettoyage des «coûts d'agence» de l'économie manageriale du XXe siècle.

Plus implicitement qu'explicitement, cette idée de «restauration» est bien la perception commune pour interpréter les réformes d'ajustement structurel des années 80 (libéralisation et déréglementation) et de la tournure nouvelle que prend la concurrence globale. Cela est aussi l'opinion que de nombreux économistes se font de ces «re-transformations».

Il existe cependant une dimension spécifique de ce mouvement qui lui donne toute sa spécificité et toute sa modernité : le mouvement s'inscrit dans une évolution technologique et un mode de concurrence stratégique dans l'industrie, où la maximisation de la rentabilité des entreprises s'appuie largement sur des *actifs intangibles spécifiques à chaque entreprise, en particulier le capital humain* (de leur direction professionnelle et de leurs employés «critiques»). Cet élément rénove à de nombreux égards les conditions d'un contrôle et d'une optimisation financière efficace des entreprises par leurs investisseurs.

Selon de nombreuses études et évaluations, le contrôle et l'optimisation financière des entreprises industrielles devra répondre dans le nouveau contexte technologique et concurrentiel aux défis suivants :

⁵ *Il y aura - et il y a déjà - des réactions sociales à cette évolution des rapports finance-industrie, et des expériences de «contre-réglementations» pour contenir le mouvement. Ces réactions reflètent l'ampleur de la turbulence que celle-ci engendre (et est susceptible d'engendrer plus encore à l'avenir) dans l'industrie. Mais, dans un marché mondial intégré de capitaux, les investissements s'orienteront vers les espaces les plus favorables à la nouvelle interaction recherchée, et exerceront une pression forte sur ces expériences de «contre-régulation» sociale.*

1) *De l'information financière à l'information compétitive*

L'*information* sur la valeur d'une entreprise (sur ses revenus futurs actualisés) et sur la valeur de ses différents projets d'investissements est d'une nature nouvelle et plus complexe qu'auparavant. Elle implique notamment une capacité de compréhension et d'évaluation :

- Des savoirs-faire technologiques (analysés du point de vue commercial) qui sont des actifs quasi-entièrement *intangibles* (non physiques) de l'entreprise, créés au sein même de l'entreprise, et pour lesquels il n'existe en général pas un marché d'achat ou de revente⁶. Des prix de marché pour ces actifs ne peuvent donc servir de guide d'évaluation de la valeur économique, et de la valeur de liquidation de l'entreprise. Seule la contribution *directe* (= «dans le contexte») de ces actifs intangibles à la performance compétitive de l'entreprise doit être comprise, analysée, et prévue par des investisseurs financiers (actionnaires et créditeurs).

- Ces actifs sont souvent de caractère complémentaire et cumulatif, et plutôt que de servir exclusivement des projets spécifiques de l'entreprise, ils sous-tendent un large ensemble de ses actions présentes et futures. Les capacités de recherche-développement, la formation générale des employés, les systèmes d'information et de gestion, les investissements en commercialisation, etc., sont de tels investissements *génériques* (dont le poids augmente dans le total des investissements) et dont l'évaluation financière dans le cadre d'un projet isolé n'est pas adaptée. Ces investissements doivent être évalués et financés comme des ressources de base constituant la personnalité même de l'entreprise.

- La performance future de chaque opération est de moins en moins dépendante de sa performance sur la période précédente. Les actifs (les savoir-faire) de l'entreprise étant désormais insérés dans son capital humain, il n'existe plus un stock de capital constant (physique) qui puisse garantir la pérennité et la stabilité de la position concurrentielle de l'entreprise sur chaque segment de marché. Les positions industrielles deviennent donc plus flexibles - à la fois plus mobiles vers le haut et plus vulnérables vers le bas - et la performance passés (même récente) devient un indicateur de moins en moins adéquat de cette évolution.

-L'*information* sur les projets et les comportements des *concurrents* (présents et futurs, locaux et internationaux) devient essentielle pour évaluer la profitabilité prévisionnelle et la valeur d'une entreprise. On est désormais dans un contexte de jeu industriel dit «stratégique», c'est-à-dire où le comportement et la performance des concurrents a un impact direct sur la performance financière de chaque acteur. L'*information* pour évaluer la valeur d'une entreprise doit donc inclure une information sur les

⁶ Sauf pour les brevets technologiques qui constituent une partie limitée de ces actifs.

probabilités de comportement de la concurrence. Cette information n'est pas publiquement disponible.

2) Du «governance» d'agence au «governance» de partenariat

Les mécanismes de «governance» des entreprises par leurs propriétaires - quelle que soit l'intensité des motivations de ces derniers pour en maximiser la rentabilité - doivent aussi satisfaire certaines conditions dans le nouveau contexte technologique et concurrentiel :

- Selon toutes les études et évaluations récentes sur les entreprises efficaces, un contrôle accru sur les directions professionnelles et les employés «critiques» doit aussi inclure des contrats implicites ou explicites de solidarité et d'engagement mutuel entre les investisseurs et leurs «agents». L'accroissement du contrôle doit éviter de donner un message de «précarité de position» aux directions professionnelles et aux employés critiques (les «insiders») qui puisse diminuer les incitations de ces derniers à constituer et à maintenir un capital humain spécifique à l'entreprise. Le contrôle amélioré doit mettre en œuvre des instruments autres que «la menace de sortie» comme instrument principal d'alignement des intérêts des investisseurs et des acteurs industriels.

- Les structures des entreprises et la nature des tâches se prêtent de moins en moins à des mécanismes de commandement «*ex ante*» où l'efficacité des agents peut être contrôlée en vérifiant leur conformité à des programmes de comportement préétablis. Les agents performants sont ceux qui *adaptent* leur comportement à un environnement changeant, sans qu'il soit possible de préétablir (*ex ante*) et de vérifier (*ex post*) le type de comportement adéquat. En échange, la performance commerciale et financière finale n'est pas non plus un indicateur satisfaisant de la performance des agents, puisque le succès ou l'échec effectif peut être dû à des facteurs conjoncturels hors de la portée des directions professionnelles. Des mécanismes de contrôle sont donc nécessaires pour créer une identité d'intérêts entre les investisseurs et les dirigeants d'entreprise, afin de pouvoir laisser aux agents la latitude et la flexibilité de comportement nécessaires pour adapter leurs actions aux besoins changeants de l'environnement.

- Le «Governance» des entreprises par leurs propriétaires requiert aussi, de plus en plus, des canaux d'information *confidentiels et bilatéraux*, du fait des ressorts nouveaux de la concurrence stratégique. Se fier à une information publiquement disponible devient de moins en moins suffisant pour mesurer la valeur d'une entreprise, et surveiller l'efficacité de sa direction professionnelle, à cause de l'existence d'éléments stratégiques confidentiels (technologies, plans d'action, etc.) dont le dévoilement public pourrait fortement diminuer la valeur. Dans ces cas, les actionnaires

clés et les créiteurs des entreprises doivent travailler en interaction bilatéral et confidentielle avec les insiders. Un mécanisme de gouvernance adéquat peut donc entrer en conflit, dans des cas nombreux, avec la liquidité des titres de propriété (actions) et de dettes (obligations) d'une entreprise sur le marché, sur la base d'une information disponible et publiquement partagée.

Conclusion : une transition à deux vitesses dans l'économie mondiale

Une période d'invention et d'expérimentation institutionnelle s'ouvre dans les économies avancées, pour combiner et concilier les demandes croissantes de maximisation des revenus financiers des investissements (de fonds propres et de crédits) dans les entreprises, avec la nécessité d'engager les directions professionnelles et les employés critiques (possesseurs du capital humain) dans des rapports d'identification d'intérêt avec les propriétaires et les créiteurs. Cela est indispensable pour les stratégies de constitution et d'utilisation de capital humain des directions professionnelles et des employés critiques.

Cette orientation aura un impact sur la structure financière optimale des entreprises. On doit s'attendre par exemple à ce que le financement en fonds propres de certaines entreprises soit plus réduit à l'avenir, au bénéfice d'un financement à crédit, voire à ce que certaines entreprises cotées en bourses redeviennent «privées» (non cotées en bourse), à partir de rachats d'actions - afin de pouvoir limiter l'interaction et l'information avec leurs actionnaires à des échanges confidentiels, privés et «stratégiques» ; et d'augmenter la part relative des insiders dans le stock de capital. En échange, le financement en fonds propres doit s'élargir dans d'autres entreprises, aux dépens du financement de crédit, avec de nouvelles émissions d'action dans les bourses de valeur, afin de pouvoir financer des actifs intangibles sans valeur de collatéral et sans valeur de liquidation (qui ne se prêtent donc pas à des financements de crédit). Il est probable aussi que, dans certains cas, ces exigences conflictuelles donnent lieu à des formes d'intermédiation financière nouvelles, qui recourent simultanément aux financements en fonds propres de la part d'un grand nombre d'investisseurs, tout en internalisant et «privatisant» complètement l'interaction et l'information avec les directions professionnelles (sortes de holdings d'investissements modernes).

Différentes entreprises, différentes nations et différentes cultures abordent cette phase d'expérimentation avec des expériences, des pratiques rodées et des «backgrounds» institutionnels (droit des entreprises, droit du travail, réglementation financière, réglementation boursière. etc.) et des normes de comportement (des investisseurs et des entreprises) fortement

différenciées. En fait, comme de nombreux praticiens et analystes ont déjà amplement relevé (et cette interrogation fait maintenant son chemin dans l'analyse économique), cette recherche s'annonce déjà comme un échange d'expériences et de dialogues entre les pratiques de financement et de gouvernance anglo-saxonnes (relativement efficaces pour maximiser les revenus financiers des investissements industriels, mais moins efficaces pour préserver les intérêts des insiders et consolider la compétitivité des entreprises) et les pratiques de financement et de gouvernance dites «continentales» (allemandes, européennes et japonaises) (efficaces jusqu'à maintenant pour préserver les intérêts des insiders et la compétitivité des entreprises, mais moins efficaces pour maximiser la rentabilité financière des investissements). Aucun de ces deux modèles, tels qu'ils ont fonctionné jusqu'à maintenant, ne semble répondre entièrement aux défis de l'économie moderne, c'est-à-dire pour concilier l'objectif de maximisation de la rentabilité financière, avec une forte auto-identification des intérêts des directions professionnelles et des employés critiques à ceux des investisseurs.

396

Mais il y a aussi un «mais», et un contre-courant imprévu, dans cette période de transition : c'est l'entrée en scène de nouvelles puissances économiques émergentes (notamment en Asie de l'Est), où les contraintes de maximisation de la rentabilité financière des investissements ne deviennent une contrainte que plus lentement par rapport aux pays industriels avancés. Autrement dit, ces pays intègrent la concurrence internationale tout en maintenant de nombreuses caractéristiques structurelles de l'allocation financière des investissements typiques des économies industrielles du XXe siècle : réglementation des taux d'intérêt, rationnement et allocation contrôlée des crédits, limites aux sorties de capitaux, primes et quelques «chèques en blanc» aux individus et aux collectifs d'entreprises «bâisseurs d'empire», etc.

Ces pays ne font donc que suivre le même chemin que les économies modernes, avec quelques décennies de distance. Mais en faisant cela, ils commencent déjà à exercer une concurrence directe aux pays industriels dans les marchés de produits à fort contenu en investissements (y compris en investissements intangibles). S'ajoutant à la concurrence déjà en cours dans les activités à fort contenu en main-d'œuvre, cette nouvelle concurrence pourrait encore se développer à l'avenir, dans les secteurs à haute intensité capitalistique, sur la base du décalage dans l'exercice des disciplines financières. Cette situation d'asymétrie pourrait engendrer des défis d'ajustement imprévus dans les pays industriels.

RÉFÉRENCES BIBLIOGRAPHIQUES

I. LA FINANCE DOMINÉE PAR L'INDUSTRIE DANS LA CROISSANCE DU XX^e SIÈCLE

Les plafonds de taux d'intérêt et le rationnement des crédits

D. Jaffee, F. Modigliani, «A Theory and Test of Credit Rationing», *American Economic Review*, décembre 1969.

D. Jaffee, «Credit Rationing and the Commercial Loan Market - An Econometric Study of the Structure of the Commercial Loan Market», Wiley and Sons, 1971.

Les «coûts d'agence» des actionnaires et les directions professionnelles

W. Baumol, «Business Behaviour, Valuation, and Growth», Lexington books, 1959.

M. Jensen, «Agency Cost of Free Cash-Flow; Corporate Finance, and Take-overs», *American Economic Review*, mai 1986.

R. Chirinko, «Business Fixed Investment Spending : Modeling Strategies, Empirical Results, and Policy Implications», *Journal of Economic Literature*, déc. 1993.

Entrepreneurs et Empire-buiders comme non-financiers

A. Chandler, «The Visible Hand : Managerial Revolution in American Business» Harvard University Press, 1977.

A. Chandler, «Scale and Scope : The Dynamics of Industrial Capitalism», Harvard University Press, 1990.

II. LE RETOUR DE LA FINANCE DANS L'ALLOCATION DU CAPITAL

La déréglementation des taux d'intérêt

G. Bröker, «Competition in Banking», OCDE, 1989.

M. Fukao, «International Integration of Financial Markets and the Cost of Capital», OECD Working Paper, n° 128, 1993.

Institutionnalisation de l'actionnariat et directions professionnelles

«Institutional Investor» "Project, Relational Investing. Oxford University Press, 1994, à paraître.

T. Baums, R. Buxbaum, K. Hopt, eds., «Institutional Investors and Corporate Governance», W. de G., 1994.

A. Rappaport, «Creating Shareholder Value - The New Standard for Business Performance», Free Press, 1986.

III LA RECHERCHE D'UN NOUVEL ÉQUILIBRE DE PARTENARIAT ENTRE INVESTISSEURS ET ACTEURS INDUSTRIELS

De l'information financière à l'information compétitive

M. Goold, J. Quinn, «Strategic Control - Milestones for Long Term Performance», *The Economist Books*, 1990.

M. Jensen, «The Modern Industrial Revolution, Exit and the Failure of Internal Control Systems», *Journal of Finance*, juillet 1993.

De rapports de gouvernance à des rapports de partenariat

- M. Aoki, «Toward an Economic Model of the Japanese Firm», *Journal of Economic Literature*, mars 1990.
- M. Jensen, «The eclipse of public corporation», *Harvard Business Review*, septembre 1989.
- W. Ouchi, «Markets, Bureaucracies and Clans», *Administrative Science Quarterly*, mars 1980.

Evaluations et financements des actifs intangibles et du capital humain

- S. Winter, «Routines, Cash Flows, and Unconventional Assets : Corporate Change in the 1980s», in M. Blair ed., *The Deal Decade*, Brookings Institution, 1993.
- B. Hall, «The Stock Market Valuation of R&D Investment During the 1980s», *American Economic Review*, N° 83, 1993.
- C. Baldwin, K. Clark, «Capabilities and Capital Investment : New Perspectives on Capital budgeting», *Journal of Applied Corporate Finance*, N° 5, 1992.

Réflexions récentes

- U. Muldur, «Le financement de la R-D au croisement des logiques industrielles, financière et politique», *C.C.E./F.A.S.T.*, novembre 1991.
- J. Guinet, «Les systèmes nationaux de financement de l'innovation», OCDE, 1994, à paraître.