

REVUE
D'ÉCONOMIE
INDUSTRIELLE

Revue d'économie industrielle

134 | 2e trimestre 2011
La finance et l'industrie

La finance et l'industrie

Véronique Dutraive



Édition électronique

URL : <http://journals.openedition.org/rei/4982>

DOI : 10.4000/rei.4982

ISSN : 1773-0198

Éditeur

De Boeck Supérieur

Édition imprimée

Date de publication : 15 juin 2011

Pagination : 13-24

ISSN : 0154-3229

Référence électronique

Véronique Dutraive, « La finance et l'industrie », *Revue d'économie industrielle* [En ligne], 134 | 2e trimestre 2011, document 1, mis en ligne le 15 juin 2013, consulté le 19 avril 2019. URL : <http://journals.openedition.org/rei/4982> ; DOI : 10.4000/rei.4982

LA FINANCE ET L'INDUSTRIE

Le colloque organisé en décembre 2009 à Lyon, dont le thème était : « les relations entre la finance et l'industrie : entre nécessité et antagonisme » (1) a été le point de départ de ce numéro spécial. Beaucoup d'analyses imputent la crise économique actuelle à des dysfonctionnements trouvant leur origine dans la sphère financière et aux « exubérances irrationnelles » qui s'y sont développées. D'autres considèrent, au contraire, que cette crise proviendrait de la « sphère de l'économie réelle », et que « la finance n'a fait que huiler et, ainsi amplifier des déséquilibres profondément enracinés dans l'économie industrielle » (Artus & Pastré, 2009, p. 100) et que plus fondamentalement « la croissance semble atteinte dans ses moteurs, ses représentations et ses modèles de production » (CAS, 2009, p. 27). Nous pensons que la séquence d'événements qui a fait suite aux défaillances du marché hypothécaire américain (*subprimes*) en 2007, suivies par la crise financière (septembre 2008) et bancaire, puis par la récession de l'activité économique et finalement la crise souveraine (voir Broyer & Fava, dans ce numéro, pour un rappel de cet enchaînement) ne doit pas être comprise comme une épidémie se transmettant de domaine en domaine, mais comme un ensemble cohérent de phénomènes qui illustre aujourd'hui pourquoi il est nécessaire de *penser l'industrie en lien avec la finance*. L'interdépendance entre ces deux sphères est la perspective que les auteurs de ce numéro spécial ont tous accepté d'adopter en dépit de la division académique qui sépare encore trop souvent les domaines de recherche respectifs de la finance et de l'industrie. La première section de cette présentation reviendra justement sur la façon dont les relations entre ces deux activités ont été négligées ou prises en compte par l'analyse économique. La seconde section s'attachera à caractériser les principales transformations qui se sont opérées depuis une trentaine d'années dans l'organisation industrielle, notamment en France, désormais cinquième économie exportatrice et importatrice sur le marché

(1) Ce colloque a été organisé par le LEFI, avec la collaboration du GREDEG et le soutien du réseau DIME. Une vidéo de ce colloque est disponible à <http://25images.ish-lyon.cnrs.fr/Portails/lefi/>

industriel mondial (OFCE, 2010, p. 35). Dans une troisième section, nous montrerons que le développement de la sphère financière a joué un rôle important dans cette évolution structurelle de l'industrie. Dans une quatrième et dernière section, nous présenterons les orientations retenues pour traiter des relations entre la finance et l'industrie dans les contributions qui figurent dans ce numéro spécial.

LA RELATION ENTRE LA FINANCE ET L'INDUSTRIE DANS L'ANALYSE ÉCONOMIQUE

Si les relations entre ces deux activités sont aussi anciennes que les économies capitalistes de marché, la représentation que se font les agents économiques de la relation finance/industrie et son contenu réel se sont fortement modifiés depuis la révolution industrielle. On est ainsi passé d'une conception dans laquelle l'activité financière est un *auxiliaire des activités productives* à une conception où la finance est devenue toujours davantage une *activité autonome*, paraissant parfois déconnectée de l'activité « réelle » et étant la cause d'une instabilité macroéconomique grandissante. Une partie importante de notre discipline, s'intéressant essentiellement à la formation des prix et des quantités d'équilibre, a pu raisonner sans considérer ni le rôle spécifique de l'entreprise en se concentrant sur l'échange, ni le rôle de la monnaie et de ses institutions en les considérant comme négligeables pour comprendre les mécanismes fondamentaux du marché. Une autre tradition, et notamment la perspective keynésienne a, au contraire, non seulement distingué la sphère financière et la sphère industrielle mais a aussi discuté de l'ubiquité des institutions financières en montrant qu'elles jouent, d'une part, un rôle dans le financement des activités productives et, d'autre part, qu'elles sont soumises à un mode de fonctionnement autonome et qu'elles développent une activité de spéculation qui leur est spécifique. Cette dernière implique une distorsion de la sphère productive et exerce une force déstabilisatrice et procyclique sur l'activité économique (voir Guy sur l'actualité de l'approche de Minsky dans ce numéro). Le courant institutionnaliste américain, avait antérieurement attiré l'attention sur la nécessité d'analyser l'entreprise autrement que comme un simple intermédiaire entre les marchés des facteurs et celui des biens, en la considérant, au contraire, comme « une institution fondamentale du capitalisme » traversée par des logiques contradictoires - notamment les activités productives et financières. Veblen, décédé en 1929, quelques mois avant la Grande Crise, a particulièrement insisté sur les facteurs d'instabilité propres au « capitalisme banquier » et sur la dualité entre les critères d'évaluation des activités économiques (pour l'entreprise elle-même et pour la société) selon qu'ils sont sous la conduite du « *business* » ou « *des valeurs industrielles* » : selon cet auteur, « *making money and making goods* » renvoient à des logiques fondamentalement différentes qui s'articulent et s'affrontent au sein même des entreprises industrielles. Dans cette perspective, c'est l'activité industrielle qui devient *l'auxiliaire de l'activité financière*. L'ère de l'entreprise « managériale » va constituer une période particulière dans le conflit qui oppose le capital

industriel et le capital financier et qui va marginaliser l'impact de ce dernier. On doit à Berle et Means d'avoir initié une tradition en économie portant un intérêt particulier aux formes d'organisation industrielles et juridiques de l'entreprise. Ces deux auteurs ont montré que l'entreprise-type qui va dominer l'organisation économique durant l'époque des « trente glorieuses » est imputable à une dissociation entre le contrôle et la propriété, qui a favorisé l'intégration verticale et conglomérale et qui, en valorisant les facteurs productifs et le progrès technique, a contribué à la croissance durant cette période (pour des développements, voir Weinstein, 2010). Les évolutions récentes et conjointes de la finance et de l'organisation industrielle vont sceller une nouvelle alliance entre les dirigeants des firmes industrielles et les actionnaires en alignant leurs intérêts et en appliquant à l'organisation des entreprises une morphologie compatible avec la valorisation des actifs dans le cadre de la finance de marché, l'entreprise constituant un ensemble d'actifs et son organisation devenant modulaire et « liquide » (ses frontières fluctuant au gré des opérations de fusion et acquisition et ses frontières économiques se distinguant de ses frontières légales). On considère que la nouvelle théorie des droits de propriété, dont les fondateurs sont Jensen et Meckling, et la théorie de la « valeur efficiente » à l'origine de la théorie financière contemporaine, initiée par Fama, ont eu une influence considérable et « performative » sur les transformations concomitantes et sur l'alignement structural des « deux sphères ». La première, fondée sur les théories de l'agence et de l'information, réhabilite la propriété au nom de l'efficacité du contrôle par « les créanciers résiduels ». La seconde, fondée sur la théorie des anticipations rationnelles, s'attache à montrer que les prix des actifs sur les marchés reflètent la valeur fondamentale de ces actifs et que les marchés sont ainsi efficaces. Bien que mobilisant des conceptions de la rationalité très différentes, ces deux domaines de la théorie économique ont conjointement contribué à diffuser les pratiques et les normes réglementaires favorables à l'assimilation de la maximisation de la « valeur pour l'actionnaire » à la performance économique des entreprises. Ce contrôle par les « outsiders » a œuvré à transformer le statut de la rémunération des actionnaires qui, de variable résiduelle, est devenue un objectif *a priori* de performance (Weinstein, 2010, Coriat & Lantenois, dans ce numéro). La thèse de l'efficacité des marchés pour opérer des allocations de ressources vers les activités les plus productives a eu un impact sensible sur les restructurations et les transformations qui ont eu cours dans les stratégies et les structures industrielles qui vont être décrites dans les deux sections suivantes.

LES MUTATIONS DE L'INDUSTRIE : « LA PEAU DE CHAGRIN »

L'industrie a connu des transformations considérables depuis environ deux décennies. On utilise le terme « désindustrialisation » pour désigner le processus de réduction de la part des emplois directs industriels dans l'emploi total. En France, l'emploi industriel ne représente plus que 22,5 % de l'emploi du secteur concurrentiel non agricole (2009) contre encore 28 % début 2000 (CPCI, 2010, pp. 124-125). Le poids de l'industrie dans l'emploi total cette

fois est descendu à 13 %, ce qui est plus faible que la moyenne de l'Union européenne qui est de 17 %, les nouveaux États membres possédant une industrie manufacturière qui représente 24 % du total de leur emploi, l'Allemagne et l'Italie 20 % et le Royaume-Uni, 11 % (CPCI, 2010, pp. 126-127). Cependant l'industrie occupe encore une place très importante, notamment dans l'économie française où elle représente les quatre cinquièmes des exportations et des dépenses de R&D. *A contrario*, la récession dans l'industrie a joué un rôle majeur pendant la crise, Broyer et Fava imputant au seul secteur automobile un tiers de la contraction de l'activité en mars 2008 (dans ce numéro). Certes, la part de la valeur ajoutée industrielle dans le PIB est passée de 18,4 % à 13,8 % entre 1998 et 2008, mais cette réduction s'explique notamment par la baisse relative des prix et par des gains de productivité (4 % par an entre 1998 et 2007 contre 1 % pour les services aux entreprises). Exprimée en volume, la réduction de la valeur ajoutée industrielle est plus modérée : 17,7 % en 1998 et 16,4 % en 2008 (CPCI, 2010, p. 94). Ainsi, l'industrie reste un moteur de l'économie et le secteur des services aux entreprises qui représente plus de 16 % du PIB français (notamment la logistique, le transport, les services d'administration, mais aussi le marketing et la recherche et développement) est largement lié à la conjoncture industrielle. L'industrie a ainsi un rôle crucial dans le cycle économique, les biens durables étant particulièrement sensibles à la fois aux revenus et aux conditions de crédit (CAS, 2009, p. 53). Les plans de relance alloués en urgence à l'automobile et à la construction en réaction à la crise ont montré que ces secteurs restent des points névralgiques et qu'ils ont des effets d'entraînement sur l'ensemble de l'économie. Ces secteurs industriels sont finalement, eux aussi, « *to big to fail* » (CAS, 2009, p. 73). Cette place centrale de l'industrie dans l'économie française a suscité l'organisation d'*États généraux de l'industrie* (Rapport Final des États Généraux de l'Industrie, 2010, désormais RFEGI) visant à poser un diagnostic sur les difficultés spécifiques de l'industrie française notamment dans le domaine de l'emploi, du financement, de la compétitivité – car le solde du commerce extérieur français de biens industriels qui a été excédentaire jusqu'en 2007 (industrie manufacturière hors énergie) se dégrade de manière continue (2) (CPCI, 2010). Le RFEGI propose notamment une réflexion visant à concevoir des mesures pour enrayer la désindustrialisation française. Cette désindustrialisation ne signifie pas que la production industrielle a diminué mais que sa part relative dans le PIB s'est réduite au bénéfice des services marchands, passée de 45 % à 56 % entre 1980 et 2007. Cette désindustrialisation est en réalité imputable à trois facteurs principaux qui se sont combinés : les transformations dans l'organisation industrielle, les effets du progrès technique sur la structure de la demande et des gains de productivité et la concurrence mondiale. Les modalités de la production industrielle se sont profondément modifiées à partir des années 80, caractérisées par le recours à l'externa-

(2) Cette dégradation est très marquée pour le secteur automobile. Deux secteurs restent excédentaires : le secteur des biens d'équipement et l'industrie des biens alimentaires (CPCI, 2010, p. 133) et les secteurs où la France possède les parts de marché les plus importantes sont : l'agroalimentaire, les transports (fabrication), la chimie et l'automobile (OFCE, 2010, p. 44).

lisation sur le territoire (*outsourcing*) surtout dans les industries agroalimentaires, l'automobile et les biens intermédiaires (3). Ce processus s'est souvent traduit par un « recentrage sur le cœur de métier industriel » en externalisant les services mais aussi *a contrario* par une « tertiarisation de l'industrie ». Dans cette configuration, les fonctions de conception et de commercialisation sont privilégiées alors que les fonctions de production se « réduisent comme peau de chagrin » (CAS, 2009, p. 14). Cependant, cette reconfiguration touche essentiellement « les frontières légales de la firme », les relations inter-industrielles se recomposant aussi bien sur le plan horizontal, par la multiplication d'accords stratégiques, de licence ou de *joint-venture*, que vertical, sous la forme de réseaux (voir Chassagnon, dans ce numéro). Un deuxième facteur structurel qui a contribué à la désindustrialisation est la déformation de la demande en faveur des services (4) en dépit de la baisse relative des prix des biens industriels. Le développement de l'« économie des usages » rend d'ailleurs de plus en plus floue la distinction traditionnelle entre biens et services, notamment dans le domaines des biens *high-tech*, les biens tels les téléviseurs, les micro-ordinateurs, les produits de téléphonie n'ayant aucune utilité intrinsèque sans les services qui leur sont associés. Les entreprises industrielles ont aussi accru leurs activités de services comme c'est le cas pour l'industrie automobile. Enfin si l'impact de la mondialisation est difficile à estimer (5), il est cependant devenu incontestable. Le déplacement du « centre de gravité industrielle » vers les pays émergents, notamment – et ce n'est plus un cliché – vers la Chine, devenue le second exportateur de biens derrière l'Allemagne depuis 2007 (CEPII, 2009) est assimilé au phénomène de délocalisation des activités industrielles (mais aussi des services) de gamme moyenne. En France le phénomène s'est accéléré depuis 2000. Dans l'industrie automobile, les deux constructeurs français, Renault et PSA, produisaient en 2009 deux fois moins de véhicules particuliers sur le territoire français qu'en 2005 (CAS, 2009, p. 15).

Ces transformations dans l'organisation industrielle peuvent être considérées comme le résultat d'une conjonction d'évolutions qui ont « précipité » dans les années 90 : des évolutions politiques considérables comme la « chute du mur

- (3) Une des conséquences de cette évolution est la croissance des emplois dans le secteur des services aux entreprises (passé de 8 % à 15 % de la population active sur la période 1980-2007). Il faut aussi noter la croissance de l'emploi intérimaire (+ 264 % sur la période). L'effet de l'externalisation est estimé à 25-30 % de l'ensemble des pertes de l'emploi industriel sur la période (Demmou, 2010).
- (4) La part de la consommation des biens industriels en valeur est passée de 39 à 32 % entre 1980 et 2007. Cet effet-prix relatif sur la réduction de l'emploi industriel est estimé à 30 % sur l'ensemble de la période et de 65 % depuis 2000 (Demmou, 2010).
- (5) L'impact de la concurrence étrangère expliquerait entre 9 et 70 % des pertes d'emploi selon les secteurs sur la période 1980-2007 et 13 % en moyenne sur la période et 28 % depuis 2000, ce qui traduit un renforcement de l'impact des « délocalisations » sur les réductions d'emplois industriels (Demmou, 2010).

de Berlin » et l'ouverture de la Chine ont élargi le champ des opportunités dans le domaine des investissements directs étrangers ; les innovations technologiques dans le domaine des TIC ont permis l'émergence de nouveaux secteurs, ont bouleversé les conditions productives des anciens secteurs et ont entraîné une baisse sensible des coûts de transports et de traitement de l'information (facilitant l'*outsourcing*, les délocalisations et l'organisation en réseau). Cependant, les changements propres au domaine de la finance ont eu aussi un rôle déterminant sur ces évolutions.

UNE INDUSTRIE REMODELÉE PAR LE PARADIGME DE LA *SHAREHOLDER VALUE* (6)

Les activités financières se sont considérablement développées depuis les années 80 où l'ensemble des pays développés a mis progressivement en place des réformes institutionnelles visant à l'unification de ces marchés à l'échelle mondiale pour favoriser la liquidité des actifs et l'efficacité de leur allocation (7). Elles ont aussi été marquées par l'émergence de nouveaux acteurs et

- (6) L'expression *shareholder value* désigne le phénomène de la gouvernance des entreprises dirigée par l'objectif du versement des flux de trésorerie disponibles aux actionnaires. L'émergence de la valeur actionnariale est attribuée à la montée en puissance des investisseurs institutionnels, qui détiennent une grande part du capital des entreprises et notamment les fonds de pension qui œuvrent au travers de la gouvernance d'entreprise à la fois pour maximiser le rendement des participations financières et pour mettre en place un système de contrôle incitant les managers à répondre aux objectifs de rentabilité des actionnaires. La *shareholder value* a parallèlement été promue par un processus de financiarisation des stratégies des groupes industriels, lesquels organisent des « marchés financiers internes » à l'intérieur desquels ils valorisent des fonds entre les différentes filiales du groupe.
- (7) Le poids de la finance dans l'économie (en point de PNB) serait aujourd'hui sensiblement le même que dans les années 20, en tout cas aux États-Unis. Ce poids aurait suivi une trajectoire en « U », avec le niveau le plus bas autour des années 50 (2,5 % du PNB) et un niveau vers 2007 équivalant à celui atteint dans les années 20. De même, le secteur de la finance était un secteur utilisant du travail hautement qualifié avec de fortes rémunérations relatives entre 1909 et 1933, caractéristiques qui se sont fortement atténuées ensuite. La différence relative des salaires avec les autres secteurs s'est réduite jusqu'aux années 90 où la finance est redevenue un secteur de hauts revenus et fortes qualifications (Phillipon, 2008, Phillipon et Reshef 2008). Phillipon a élaboré plusieurs modèles pour tester des hypothèses explicatives de l'évolution du poids économique de la finance et de son attraction pour les élites. Selon lui les phases où les firmes installées disposent d'importants *cash flows* pour réaliser les investissements correspondent aux périodes où le poids de la finance est relativement peu important. Les périodes où les opportunités d'investissement proviennent de jeunes firmes sans *cash flow* (phase du développement de l'électricité dans les années 20 et des NTIC dans les années 90) entraînent au contraire une demande d'intermédiation financière significative. Les phases où la finance est peu régulée seraient favorables au développement de la complexité et de la créativité des métiers de la finance et explicatives des rémunérations élevées. Sur ce dernier point, on peut cependant citer la remarque de Zingales, selon lequel « les différences en terme de compétences ou d'exigences du travail sont loin d'expliquer cet écart. Les salariés du secteur financier gagnaient simplement beaucoup plus ! » (Zingales, 2010 p. 37).

par la multiplication des innovations de produits, notamment des produits dérivés de crédit (*CDS*) dont les encours notionnels en 2009 représentaient onze fois le PIB mondial et dont on sait qu'ils ont joué un rôle majeur dans le déclenchement de la crise, échappant largement à toute législation prudentielle. Le niveau de rémunération dans ce secteur est très élevé, « 35 % des profits de l'ensemble des entreprises aux États-Unis pour 10 % de la valeur ajoutée et le salaire moyen dans la finance et l'assurance était supérieur de 80 % à la moyenne du secteur privé » (Mérieux, 2010). Cependant, loin d'être seulement « déconnectée » de la sphère réelle en raison d'une logique de fonctionnement largement « autoréférentielle » (que de nombreux travaux d'Orléans ont contribué à éclairer), la finance a participé largement à modeler le fonctionnement de l'économie contemporaine à son image. L'organisation industrielle décrite dans la section précédente fait apparaître *une forme de complémentarité institutionnelle entre la finance et l'industrie*, c'est-à-dire que les principes et les règles qui structurent les comportements (règles comptables, modes de fonctionnement des CA...) et les stratégies des firmes industrielles sont adaptées à l'évaluation financière. Cette influence est communément justifiée par l'idée que la finance « *matter for growth* » car elle lève la contrainte financière des entreprises et favorise l'expansion. Cependant les périodes où la finance est très développée ne coïncident pas strictement avec les périodes de plus forte croissance. La période récente a peu favorisé l'émergence d'un nouveau système productif car la contribution des marchés financiers à la prise de risque dans le financement de l'innovation est très discutable. En effet, les gains de productivité évoqués dans l'industrie ainsi que la rentabilité élevée dans certaines entreprises seraient moins le résultat d'un positionnement sur des biens de haute gamme ou des produits innovants que celui d'un accroissement de la concurrence par les coûts donnant lieu aux stratégies d'externalisation et de délocalisation. Car la finance qui crée et organise la mobilité du capital dans l'espace influence la géographie des activités productives (Dupuy et Lavigne, 2009, Araujo, Crevoisier, Theurillat, dans ce numéro). Un niveau de rentabilité très élevé, de l'ordre de 15 % est devenu une convention qui s'est imposée dans les stratégies industrielles de recentrage et de consolidation pour assurer le niveau du *cash flow* distribué et la valeur des titres afin de conserver une participation des investisseurs devenue très volatile. La durée moyenne de détention des titres à la bourse de Paris est passée en quelques années de deux ans à moins de six mois (Mérieux, 2010) et témoigne de la pression potentielle exercée par le « court termisme » des marchés. Les réformes institutionnelles qui ont conduit à l'extension de la place de la finance dans l'économie avaient pour justification d'améliorer les conditions de financement des activités économiques, notamment innovantes, les rémunérations élevées étant supposées récompenser la prise de risque. Selon un diagnostic convainquant publié par le Centre d'Analyse Stratégique, cette « efficacité » des marchés n'a pas été au rendez-vous : si de nouveaux acteurs financiers ont bien contribué à l'émergence de nouveaux secteurs dans le domaine de la haute technologie aux États-Unis (électronique, biotechnologies, nano-technologies, nouveaux matériaux) avant le krach boursier de 2000, la croissance des années

2000 n'aurait pas été tirée par ces secteurs et le secteur des NTIC (dont le taux de croissance d'environ 5 % est surtout imputable à la demande des pays émergents) mais plutôt par la construction, l'automobile, la dépense publique américaine et le développement d'une industrie de gamme moyenne dans les pays émergents. Les gains de productivité ne seraient pas plus imputables directement aux TICs (conformément au fameux « paradoxe de Solow ») mais aux restructurations de la chaîne de valeur et à la réduction de la masse salariale (CAS, 2009, p. 15 et p. 36). Ainsi le développement des marchés financiers n'aurait pas conduit à promouvoir une croissance à fort contenu technologique. Et, comme nous l'avons déjà noté, la norme de la *shareholder value* conduit à rendre les dividendes distribués indépendant de la conjoncture alors que l'investissement et les dépenses de R&D deviennent résiduels. Ainsi, comme le montre Guy (dans ce numéro) : il n'y a pas de processus de « destruction créatrice » favorable aux nouvelles firmes durant les crises financières mais bien au contraire le risque d'une « sclérose technologique » lié au caractère procyclique sur l'investissement et les dépenses de recherche (CAS, 2009, p. 36). Le *Rapport Final des États Généraux de l'Industrie* (RFEGI, 2010), note également les problèmes de financement que rencontre l'industrie française et que doit ainsi compenser une aide publique significative. Le rapport souligne un certain nombre de difficultés liées à l'inadéquation entre la longueur des cycles de développement qui peut atteindre, voire dépasser la dizaine d'années (cas de l'aéronautique ou de l'industrie pharmaceutique par exemple) et les délais de rendement attendus par les investisseurs qui sont beaucoup plus courts. Le *Rapport* souligne également la « qualité insuffisante des relations entre entrepreneurs industriels et leurs banquiers » (RFEGI, 2010, p. 103) et plus généralement les difficultés d'accès au crédit bancaire alors même que le taux d'épargne est élevé en France, de l'ordre de 16 %. Un découplage géographique s'opère en effet entre les places financières, concentrées dans un nombre de lieux très limité, et les espaces de la production et de l'épargne, comme le montrent Araujo, Crevoisier et Theurillat (dans ce numéro) qui rejoignent les rapporteurs du RFEGI sur la nécessité d'une industrie financière plus ancrée sur le territoire et plus en phase avec les acteurs économiques. Tajeddine et Cotta montrent (dans ce numéro) que les organismes de placement en valeurs mobilières (OPCVM) mis en place en France dans l'optique de constituer « un instrument de médiation entre l'épargne populaire et l'investissement des entreprises » sont devenus la première industrie de gestion de fonds en Europe et la seconde mondiale après les États-Unis mais assurent cependant insuffisamment leur fonction de financement. Si le canon allemand de la *banque-industrie* est pris comme modèle de « relations stables et suivies de nature partenariale » (RFEGI, 2010 p. 103), Coriat et Lantenois montrent (toujours dans ce numéro) que le cœur financier allemand a, en réalité, « volé en éclat » avec un recours désormais massif (pour l'échantillon considéré par les auteurs) aux investisseurs institutionnels non-résidents. Les banques sont d'ailleurs devenues un acteur important sur les marchés financiers. La part des activités financières et les prêts inter-bancaires se sont accrus dans leur activité au détriment du financement des activités des entreprises ou des

ménages. Par ailleurs, la France est également dotée de sociétés de capital-investissement puissantes « le premier marché du capital-investissement en Europe continentale et le troisième marché au monde après le Royaume-Uni et les États-Unis ». Mais, en étudiant leurs stratégies de syndication (c'est-à-dire la réalisation d'opérations de financement communes entre plusieurs établissements financiers), Dal-pont et Pommet (dans ce numéro) établissent également que celles-ci sont plus dédiées au financement d'activités de session ou de transmission d'entreprises qu'au financement d'activités d'amorçage ou de développement d'activités innovantes.

Ainsi, alors que l'objectif du développement des marchés financiers était d'améliorer l'allocation des ressources en direction des activités innovantes et de favoriser ainsi la croissance, il semble que les marchés aient surtout obtenu un accroissement de la productivité et une réduction de l'emploi en modifiant profondément l'organisation de la chaîne de valeur industrielle.

LA GOUVERNANCE DES FIRMES INDUSTRIELLES, LA FINANCE ET L'INNOVATION

Les textes réunis dans ce numéro spécial s'attachent principalement à deux thèmes : la question des transformations de la « gouvernance » des entreprises industrielles et des relations entre la finance, l'investissement et l'innovation. Chassagnon s'interroge sur la nature de la « glue organisationnelle » des firmes-réseau, lorsqu'il existe une distinction entre les frontières légales et économiques de la firme et quand l'activité est organisée par des relations flexibles, sans participation au capital. Les théories de la firme et les théories juridiques ont ainsi du mal à saisir la nature de la gouvernance des firmes modernes caractérisées selon Chassagnon par la financiarisation, le rôle du capital humain spécifique et des actifs immatériels dans la valorisation de l'activité et les relations verticales de coopération inter-firmes conduites pour réaliser cette activité. Dans cette configuration, l'influence des investisseurs et leur éviction du risque passent par le pouvoir de la firme-pivot et des relations de dépendance économique générées par les nouveaux types d'organisation industrielle : le contrôle sans propriété (mais sous une forme très différente que dans la firme managériale). Selon Coriat et Lantenois, les modalités de financement, le « cœur financier » caractérisé en France par des participations croisées et en Allemagne, par les relations « banque-industrie », ont fait place à l'influence croissante des investisseurs institutionnels non-résidents à partir des années 2000. L'examen d'un certain nombre d'indicateurs (comme l'évolution des profits et le montant des dividendes distribués) et des stratégies typiques de ces firmes (comme le recentrage et la spécialisation, le rachat et la destruction d'actions) sur un panel d'entreprises du CAC 40 et du DAX 30, témoigne nettement de l'influence de la *corporate governance* par la finance dans ces deux puissances industrielles européennes. L'industrie automobile qui a joué un rôle « moteur » dans la phase du « capitalisme fordien », est également emblématique du « capitalisme financiarisé ». Broyer et Fava illustrent

le rôle capital de cette industrie aujourd'hui, notamment à travers son impact majeur sur la récession économique durant la crise. Ils expliquent aussi la nature des liens avec la sphère financière, que manifeste la part croissante prise par les services financiers dans l'industrie automobile (activités de crédit et d'assurance qui représentent jusqu'à 40 % des résultats des constructeurs) ainsi que les liens entre l'évolution de l'organisation et le poids des contraintes financières (financement des activités de transport et d'assemblage liés aux délocalisations). Reprenant la thèse de Minsky sur le caractère déstabilisant et procyclique de la finance, Guy étudie les liens entre les variables financières et les variables d'investissement pour 215 groupes non financiers. Il apparaît que l'investissement est une variable nettement dépendante de la conjoncture sur les marchés financiers : les périodes 1996-2000 et 2004-2008 ayant été caractérisées par un emballement de l'investissement dans une phase « d'euphorie financière » alors que les périodes de crise ont été marquées par une contraction des investissements, une ponction opérée par des rachats d'actions et de « reluction » et le maintien des niveaux élevés des dividendes versés aux actionnaires. Araujau, Crevoisier et Theurillat abordent les liens entre la finance et l'industrie du point de vue du territoire. Les activités financières consistent, selon ces auteurs, en « la construction et l'exploitation de la mobilité et de la liquidité ». Les activités financières sont situées dans quelques centres constituant la *global city* et contribuent largement à la distribution des activités productives sur les territoires. Leur contribution à l'allocation géographique et sectorielle est une fonction attendue des marchés, qu'ils sont censés réaliser de manière efficiente. Les auteurs pointent au contraire les difficultés liées aux disjonctions entre les territoires-ressources de l'épargne et ceux de l'investissement ou des activités productives et militent pour réinstaurer des circuits financiers plus courts et plus en phase avec les caractéristiques des territoires. La contribution de Tadjeddine et Cotta illustre la concomitance entre des marchés financiers bien développés mais contribuant faiblement au financement d'activités. Les auteurs montrent, en effet, comment les OPCVM sont des constructions institutionnelles voulues par les pouvoirs politiques pour développer l'actionnariat populaire et promouvoir le financement de l'investissement. Mais si les OPCVM français sont devenus une industrie financière très compétitive et qui draine une partie significative de l'épargne des ménages, elle contribue en revanche faiblement au financement des entreprises car les fonds collectifs sont constitués majoritairement de titres monétaires. De même, Dal-pont Legrand et Pommet, en s'intéressant aux stratégies de syndication des sociétés de capital-investissement, soulignent aussi qu'elles sont peu destinées, en France, aux activités d'amorçage ou de développement susceptibles de soutenir les PME innovantes. La syndication permet aux sociétés de capital-investissement de partager les risques en réduisant les montants investis et les pertes éventuelles, de partager les diagnostics d'évaluations et de multiplier les flux de projets. Alors que le capital investissement est très développé en France, pays qui occupe la troisième place en montants investis derrière le Royaume-Uni et les États-Unis, la syndication est très répandue mais essentiellement dédiée au financement de transmissions d'entreprises. Certains fonds de capital-investissement et certaines banques se spécialisent

dans la détention de brevets et Le Bas, Dupuis et Soley discutent des évolutions qui contribuent à transformer les brevets en quasi-actifs financiers. À côté de marchés de la technologie où s'échangent des licences et des marchés aux enchères où se forment une cotation des brevets, les brevets sont aussi utilisés par des acteurs de la finance comme des actifs financiers : ils servent de sous-jacent pour des produits dérivés, permettent de lever des fonds pour des *start up*. Cependant, les auteurs montrent aussi qu'en dépit du développement du *reporting* du capital immatériel, le traitement comptable du brevet reste ancré dans une évaluation industrielle. Certaines caractéristiques intrinsèques au brevet comme le droit limité d'exclusion et l'obsolescence potentielle limitent également cette expansion de la transformation des brevets en actifs financiers véritables même si ceux-ci participent largement au processus de financiarisation des stratégies industrielles dont traitent les différentes contributions de ce numéro spécial consacré à l'industrie et la finance.

Voir références page suivante

RÉFÉRENCES

- ARTUS P. et PASTRÉ O. (2009), *Sortie de crise – ce qu'on ne nous dit pas, ce qui nous attend*, Perrin.
- Centre d'Analyse Stratégique (CAE) (2009), *Sortie de crise – Vers l'émergence de nouveaux modèles de croissance ?* Rapport du groupe de travail présidé par D. COHEN, rapporteurs : C. Jolly, O. Passet et V. Wisnia-Weill. http://www.strategie.gouv.fr/article.php3?id_article=1064
- CEPII (Boumella, Fouquin, Herzog, Ünal) (2009), *Panorama de l'économie mondiale*. <http://www.cepii.fr/francgraph/bdd/chelem/panorama/panorama.htm>
- Commission Permanente de Concertation pour l'Industrie (CPCI) (2010), *L'état de l'industrie 2009* (mise à jour : mai 2010). <http://www.industrie.gouv.fr/p3e/cpci/cpci.php>
- DEMMOU L. (2010), *La désindustrialisation en France*, documents de travail de la direction générale du Trésor, n° 2010/01, juin.
- DUPUY C. et LAVIGNE S., (2009), *La géographie de la finance mondialisée*, La Documentation française.
- MÉRIEUX A. (2010) « Remettre la finance au service de l'économie réelle », *Les Échos*, 28/12/2010.
- Ministère de l'Industrie, du Commerce et de l'Emploi (2010), *Rapport final sur les états généraux de l'industrie*. http://www.industrie.gouv.fr/archive/sites-web/etats-generaux-industrie/fileadmin/documents/accueil/EGI_RAPPORT_SYNTHESE_FINAL_020210.pdf
- OFCE (2010), *L'industrie manufacturière française*, La Découverte, coll. Repères, n° 557.
- PHILLIPON T. (2008), *The Evolution of the US Financial Industry from 1860 to 2007 : Theory and Evidence*, <http://pages.stern.nyu.edu/~tphilipp/research.htm>
- PHILLIPON T., RESHEF A. (2008), *Wage and Human Capital in the US Financial Industry : 1909-2006*, <http://pages.stern.nyu.edu/~tphilipp/research.htm>
- WEINSTEIN O. (2010), *Pouvoir, finance et connaissance, les transformations de l'entreprise capitaliste entre XX^{ème} et XXI^{ème} siècles*, La Découverte.
- ZINGALÈS L. (2010), « La crise du capitalisme américain », *Problèmes économiques*, n° 2994, mercredi 28 avril, pp. 33-39.