

Les actionnaires financent-ils les entreprises ?

Par **Jordan MELMIÈS**

Maître de conférences à la Faculté des Sciences Économiques et Sociales, Université de Lille, Sciences et Technologies

Les débats sur la santé de l'économie française se concentrent fréquemment autour de la problématique du coût du travail et de son niveau jugé trop élevé tant par les analystes, les journalistes, les experts que de nombreux économistes. Récemment, pourtant, d'autres analyses pointant du doigt non pas le coût du travail mais celui du capital sont venues alimenter le débat. Ces analyses posent la question du poids des actionnaires (et plus largement des marchés financiers) dans la répartition des revenus comparativement à leur réelle contribution au fonctionnement de l'économie. Si cette contribution est parfois présentée comme une évidence, un rapide examen de la situation montre précisément qu'il n'en est rien.

Le coût du capital et l'apport réel des actionnaires au financement de l'économie

De récentes études¹ ont braqué les projecteurs sur le coût du capital. Elles ont mis en cause le montant des dividendes distribués par les entreprises aux actionnaires, ainsi que l'augmentation des exigences de rentabilité de la part de ces derniers qui poussent les entreprises à se concentrer sur les projets les plus rentables et à renoncer aux activités *rentables mais pas suffisamment* compte tenu des exigences actionnariales. Cela conduit à une augmentation quasi-continue du coût du capital en France² depuis plusieurs décennies. Ces constats amènent à douter de l'utilité réelle des actionnaires (et, par extension, des marchés financiers) pour le financement de l'investissement des entreprises. Cette critique se heurte cependant régulièrement à une proposition découlant du bon sens : certes, la rémunération des actionnaires est importante, mais ils apportent des capitaux aux entreprises et, sans leur contribution, ces dernières ne pourraient financer leur investissement et assurer leur activité, donc générer de l'emploi³. Cette assertion « de bon sens » a toute l'apparence de l'implacable, car c'est le principe même du fonctionnement des marchés d'actions : assurer la levée de fonds par des entreprises auprès d'actionnaires.

Le bon sens et l'évidence en la matière sont pourtant en complète contradiction avec les faits. En effet, l'apport net des actionnaires aux entreprises est en réalité extrêmement faible depuis plus de quinze ans. Pis, cet apport net y est parfois même négatif, notamment aux États-Unis.

¹ L'auteur de ces lignes a participé à l'une de ces études, voir par exemple *À la recherche du coût du capital*, Laurent Cordonnier, Thomas Dallery, Vincent Duwicquet et Franck Van de Velde, Revue de l'Ires n° 79 (2013/4), pp. 111-136.

² Ibid.

³ C'est en somme la réponse qu'a faite Pierre Gattaz, responsable du Medef, à la présentatrice de l'émission *Cash Investigations* sur France 2 qui l'interpellait à ce sujet : « Tant qu'on diabolisera les dividendes, la France fera du chômage ».

Le mécanisme des rachats d'actions

Comment est-il possible que les actionnaires des entreprises cotées aient une contribution négative au financement de l'investissement ? Ce phénomène est rendu possible par ce qu'on appelle les rachats d'actions par les entreprises. En effet, les entreprises peuvent émettre des actions afin de collecter des capitaux pour se financer, mais peuvent également racheter leurs propres actions à leurs actionnaires. Elles le font notamment dans le but de faire augmenter le ratio des profits sur le nombre d'actions en circulation. Ainsi, du point de vue des détenteurs des actions restantes, le montant du profit par action augmente mécaniquement, ce qui augmente en retour la valeur de ces actions.

Il se peut ainsi que des entreprises, sur une année donnée, procèdent à plus de rachats d'actions qu'elles n'en émettent de nouvelles pour financer leurs investissements. Il arrive même fréquemment qu'elles s'endettent à cette fin. Dans ce cas de figure, la contribution nette des actionnaires au financement de l'entreprise est négative : on peut dire que ce sont alors les entreprises qui financent leurs actionnaires ! On pourrait penser que cette situation est une exception. Il n'en est rien. La contribution nette des actionnaires au financement de l'investissement est très faible (quasi nulle) en France depuis le début des années 2000. Il en va de même au Royaume-Uni. Aux États-Unis, cette contribution est *négative* depuis les années 1990, et atteint en moyenne -2,18 % du PIB américain sur la période 2002/2014⁴. De ce fait, la contribution des actionnaires au financement des dépenses d'investissement des sociétés non financières est très faible : en France, depuis la fin des années 1990, la part des investissements de ces sociétés financées par des actions ne dépasse que très rarement 10 % (oscillant autour de 5 %), le reste étant financé autrement (autofinancement, crédit bancaire, emprunts obligataires).

⁴ Voir *Qui va acheter des actions pour financer l'économie ?* Natixis, Flash marchés, 19 septembre 2014.

Mais en quoi consistent alors les sommes d'argent brassées par les marchés d'actions au quotidien ? En réalité, l'écrasante majorité des transactions sur actions concerne uniquement les actions anciennes déjà émises (ce qu'on appelle le marché secondaire) : à titre d'exemple, selon l'Insee, en 2011, sur les seules entreprises du CAC 40, les émissions nettes d'actions représentaient 10 milliards d'euros, alors que les transactions globales sur actions approchaient les 900 milliards d'euros (ce qui signifie que les actionnaires ont procédé 90 fois plus à des transactions sur des actions existantes qu'au financement de nouveaux investissements). Pour prendre un exemple éclairant, cela correspondrait à un marché de l'automobile sur lequel les transactions sur voitures d'occasion seraient annuellement 90 fois plus importantes que les ventes de véhicules neufs.

La plus grande part du profit

La faiblesse de la participation réelle des actionnaires au financement de l'investissement des sociétés non financières n'a cependant d'égal que l'importance de la part des profits réalisés par ces mêmes sociétés non financières qui leur revient sous forme de distribution de dividendes. La part des dividendes distribués par rapport au profit net des entreprises a ainsi triplé depuis la fin des années 1980 en France. En 2014, pour les seules entreprises du Cac 40, les profits distribués (56 milliards d'euros, dont 46 en dividendes et 10 en rachats d'actions) représentaient 87,5 % des profits totaux (64 milliards)⁵.

À la fin des années 1970, les dividendes nets versés (c'est-à-dire les dividendes versés moins les dividendes reçus) représentaient 50 % des montants investis⁶. Ils représentent désormais plus de 200 % de cet investissement net des sociétés non financières. Dit autrement, les entreprises non financières ne distribuaient que 50 centimes en dividendes nets pour tout euro d'investissement net en 1979, et versent aujourd'hui 2 euros en dividendes nets aux actionnaires pour le même euro d'investissement.

Les actionnaires, bien que ne participant que de manière marginale au financement des entreprises, n'en occupent donc pas moins une place prépondérante dans la répartition

des revenus des sociétés non financières. Cela est le résultat d'une augmentation de leur pouvoir au sein des entreprises et de la profonde modification du mode de gouvernance de ces dernières qui en a découlé (paradigme de la « création de valeur pour l'actionnaire ») depuis plusieurs décennies, sous l'impact notamment de la libéralisation des marchés financiers, dans les pays de l'OCDE, dans les années 1980. Ce n'est qu'à travers une réorientation aussi profonde de la gouvernance des entreprises, en redéfinissant la répartition du pouvoir entre actionnaires, dirigeants et salariés, que nos économies seront en mesure de retrouver des actionnaires qui investissent, vraiment. ■

⁵ Insee.

⁶ *À la recherche du coût du capital*, Laurent Cordonnier, Thomas Dallery, Vincent Duwicquet et Franck Van de Velde, Revue de l'Ires n° 79 (2013/4), pp. 111-136.