



CLASSIQUES
GARNIER

GILLET (Philippe), « Introduction. Finance, Entreprise & Société », *Entreprise & Société*, n° 1, 2017 – 1, p. 157-166

DOI : [10.15122/isbn.978-2-406-06842-6.p.0157](https://doi.org/10.15122/isbn.978-2-406-06842-6.p.0157)

La diffusion ou la divulgation de ce document et de son contenu via Internet ou tout autre moyen de communication ne sont pas autorisées hormis dans un cadre privé.

© 2017. Classiques Garnier, Paris.
Reproduction et traduction, même partielles, interdites.
Tous droits réservés pour tous les pays.

INTRODUCTION

Finance, Entreprise & Société

Philippe GILLET

L'introduction à ce dossier finance du premier numéro de la revue *Entreprise & Société* nous permettra d'abord de préciser les points saillants qui constituent notre ligne éditoriale dans le domaine financier. La présentation des articles de ce dossier « finance » viendra ensuite.

La filiation de la nouvelle revue *Entreprise & Société* par rapport aux séries concernées de l'ancienne revue « *Économies et sociétés* » constitue déjà une orientation éditoriale. En effet, étudier les rapports entre la finance et la société *via* des contributions tendant à allier ouverture thématique et rigueur méthodologique nous paraît correspondre à la fois aux leçons données par François Perroux, l'auteur de « l'entreprise et l'économie du XX^e siècle » et aux exigences de l'époque contemporaine.

I. FINANCE ET SOCIÉTÉ

« L'encastrement de l'éthique dans la finance » et son corollaire, l'encastrement de la finance dans la société : cet extrait du titre de l'article de C. Revelli présent dans ce dossier pourrait résumer à lui seul l'une des plus grandes ambitions de cette revue dès lors qu'elle aborde le domaine financier. Comment, en effet penser la finance sans son rapport au monde, sans tenter de comprendre et de mesurer l'intérêt qu'elle peut apporter à l'économie réelle, et derrière elle, à la société tout entière ?

La finance n'a finalement que peu d'intérêt lorsqu'elle n'apporte pas à l'économie réelle les ressources dont celle-ci a besoin pour produire. Elle se résume à être « la science de l'argent ». Elle est pourtant probablement beaucoup plus que cela. Or, les travaux académiques classiques s'intéressent peu aux rapports que peut avoir la finance avec la société. Les excès sont souvent pointés du doigt, mais le rôle exact du système financier et ce qu'il apporte à la société est peu mis en avant. Ce désintérêt lié à l'absence de pédagogie sur l'utilité de la finance explique en partie le désamour entre le grand public et la finance, amenant les politiques à des postures, comme la désormais célèbre « Mon ennemi, c'est la Finance ». Les coups de projecteurs donnés exclusivement sur les excès du système financier limitent la vision globale d'une praxis qui consiste avant tout à allouer à des projets entrepreneuriaux les ressources qui leur sont nécessaires.

Ceci étant rappelé, les excès de la finance restent nombreux. Ils sont imputables à la fois à la théorie financière et à la pratique, qui n'a quelquefois retenu de la théorie que ce qui allait dans le sens de l'intérêt des actionnaires.

II. LES EXCÈS DE LA FINANCE

Nous en pointerons les principaux, concernant respectivement (i) la notion de création de valeur financière ; (ii) l'effet du court-termisme sur le gouvernement d'entreprise et (iii) les effets de la spéculation sur le fonctionnement des marchés financiers.

II.1 LA NOTION DE CRÉATION DE VALEUR FINANCIÈRE

Elle qui impose aux dirigeants des entreprises d'obtenir un taux de rentabilité des actifs supérieur au coût du capital amène certains actionnaires de référence à fixer aux dirigeants un taux de rentabilité des actifs minimal. À l'époque faste des marchés financiers, un taux de rentabilité des capitaux propres de 15 % était souvent cité comme l'objectif à atteindre par les dirigeants. Il ressort des travaux académiques de finance d'entreprise que le coût du capital des firmes est calculé en considérant

que la rentabilité « exigée » par les actionnaires constitue le coût des capitaux propres. La question est d'ailleurs abordée dans ce numéro dans l'article de Jacques Ninet qui écrit que : « Le taux de rentabilité exigé ex-ante par les actionnaires, nœud de toute la théorie financière de l'entreprise, reste totalement absent du débat macro-économique ». Si on accepte cette contrainte telle quelle, les charges des entreprises deviennent une variable d'ajustement permettant de répondre aux exigences actionnariales. La rémunération des autres parties prenantes de la firme – en particulier celle des salariés – est utilisée pour répondre aux exigences des actionnaires. En outre, le niveau du coût du capital devient le coupeur permettant d'arbitrer entre les projets d'investissement acceptables, parce que leur rentabilité estimée est supérieure au coût du capital et les projets devant être refusés car leur rentabilité espérée est inférieure à ce coût. De nombreux projets d'investissement ne peuvent donc être retenus faute de rentabilité suffisante.

Pourtant, un autre pan de la recherche en finance considère les actionnaires comme les créanciers résiduels¹ des autres partenaires de la firme. Ils s'approprient toutes les liquidités générés par la firme une fois que les autres créanciers ont été totalement désintéressés ; dès lors, la notion même de coût du capital est à discuter. Selon que l'on considère que la rentabilité des capitaux propres est exigée, attendue ou espérée par les actionnaires² (le mot original est *expected rate of return*), selon que l'on considère que les actionnaires sont des créanciers prioritaires ou résiduels la notion de coût des capitaux propres si importante en décision financière peut être interprétée de manière très différente, soit comme une contrainte, soit comme une résultante.

II.2. GOUVERNEMENT D'ENTREPRISE ET COURT-TERMISME

Le coût du capital – qui est calculé à partir de la rentabilité exigée par les actionnaires – débouche naturellement sur la notion de gouvernement d'entreprise. À qui appartient réellement la firme, et en quoi ceux qui la dirigent, dès lors qu'ils n'en sont pas les actionnaires principaux, bénéficient-ils d'un pouvoir particulier sur les autres parties prenantes de la firme ? C'est l'éternel débat entre les intérêts des *shareholders* et celui

1 « Residual claimants », notion ancienne en théorie financière, voir par exemple Alchian et Desmetz (1972) ou Williamson (1983).

2 La différente acception de chacun de ces termes est majeure.

des *stakeholders*, ainsi que la détermination du rôle exact du dirigeant qui doit respecter les droits de chacun sans utiliser son pouvoir à son profit. La récente attribution du « prix d'économie de la Banque de Suède en hommage à Alfred Nobel » à Bengt Holmström et à Oliver Hart, spécialistes de la théorie des contrats montre d'ailleurs l'actualité des problèmes des relations entre les parties prenantes dans la firme. En matière scientifique, le gouvernement d'entreprise emprunte autant à la théorie des organisations qu'à la finance. Cet emprunt constant à toutes les méthodologies disponibles correspond bien à l'esprit de cette revue. La pression que certains actionnaires activistes font peser sur les dirigeants afin de les discipliner amène ces derniers à viser des objectifs chiffrés à court terme. Il s'agit de respecter les objectifs et les ratios imposés par les actionnaires de référence au risque de perdre les primes et rémunérations complémentaires telles que stock-options, actions de performance ou retraites-chapeaux, ou d'être mis en minorité lors de l'assemblée générale suivante. Dès lors, la notion de stratégie à long terme qui devrait être l'apanage des dirigeants se transforme en une série de visions à court terme. Le concept de maximisation de la création de valeur actionnariale dans un contexte de théorie de l'agence fait glisser la notion de stratégie, de vision à long terme de la firme vers celle plus pragmatique mais moins noble de successions de décisions tactiques n'ayant d'autres objets que de valider des ratios financiers calculés annuellement voire trimestriellement. Il est d'ailleurs intéressant de constater que les entreprises qui sont connues sous le nom de GAFA (Google, Apple, Facebook, Amazon) et qui comptent aujourd'hui parmi les plus puissantes de la planète en termes de capitalisation boursière, de parts de marché ou de richesse produite sont toutes parties d'un projet entrepreneurial spécifique et de la vision à long terme de leurs créateurs et non du respect de ratios financiers court termistes.

II.3. MARCHÉS FINANCIERS ET SPÉCULATION

Les fonctions des marchés financiers sont bien connues des théoriciens de la finance. Leur rôle est essentiellement de permettre à des agents excédentaires en capitaux (essentiellement les ménages, directement ou *via* des investisseurs institutionnels) de rencontrer les agents économiques déficitaires en capitaux, essentiellement les entreprises,

les collectivités territoriales et les états. Grâce à la main invisible du marché chère à Adam Smith, les capitaux sont d'abord dirigés vers les demandeurs supposés avoir le meilleur projet. Ces derniers disposent du meilleur coût de financement. Les investisseurs, de leur côté, reçoivent une juste rémunération liée au risque qu'ils prennent. De plus, le marché secondaire transforme l'épargne à court terme en investissement à long terme en permettant aux investisseurs successifs de récupérer des liquidités. Les marchés dérivés permettent aux entreprises de se couvrir contre des risques divers, essentiellement des risques de variation de prix de matières premières, agricoles ou de produits financiers. Un certain nombre d'arbitragistes ou de spéculateurs prennent des positions à très court terme sur lesquels ils touchent une faible rémunération unitaire³ mais contribuent ainsi à la liquidité du marché et assurent aux autres opérateurs une contrepartie toujours présente. Le système fonctionne globalement bien et l'expansion des marchés financiers dans le financement de l'économie va de pair avec une baisse du coût de la ressource financière pour les entreprises.

Des difficultés apparaissent toutefois à trois niveaux.

- Le premier concerne à la fois la rationalité supposée des investisseurs et l'efficience des marchés financiers : les investisseurs ne sont pas aussi rationnels que la théorie le prévoit et les marchés financiers ne sont pas toujours efficaces, ce qui implique que les prix des titres peuvent n'être pas justes.
- Le second a trait à la présence sur le marché des spéculateurs censés contribuer à la liquidité du marché : sur certains marchés ou pour certaines opérations, les spéculateurs sont plus nombreux que les investisseurs. Le système tourne à vide, le marché se révèle particulièrement volatile. En outre, la présence trop nombreuse des spéculateurs alourdit le coût de la ressource pour les firmes.
- Des crises financières spéculatives souvent issues de l'éclatement de bulles spéculatives émaillent l'histoire financière récente et font courir aux investisseurs des risques supplémentaires non rémunérés.

3 Mais qui en se cumulant peuvent devenir très importantes.

L'existence de ces spécificités de la finance est un objet de recherche privilégié pour la revue. Sans écarter les travaux traditionnels dans la discipline, l'objectif d'Entreprise & Société dans le domaine financier est de privilégier les méthodologies nouvelles et les sujets originaux.

III. L'OUVERTURE MÉTHODOLOGIQUE ET THÉMATIQUE

III.1. L'OUVERTURE À DES MÉTHODOLOGIES NOUVELLES

Depuis la thèse de Bachelier (1900), la science financière s'est concentrée sur une série d'outils mathématiques et statistiques, au point d'en faire, au mitan des années 80, l'outil exclusif de la recherche en finance. On peut baliser ce chemin en citant les travaux de Fama, Markowitz, Sharpe, Merton, Modigliani, Miller, Black and Scholes⁴ aux États-Unis, ou, ceux de Malinvaud, d'Allais, de Laffont ou de Tirole en France. Dans ce cadre d'analyse, les articles ou thèses utilisant des outils autres que ceux émanant des sciences dures étaient systématiquement écartés. La recherche en finance a d'ailleurs été plus ou moins prise en main par des scientifiques venus de sciences dures (mathématiciens, physiciens) relayés dans les entreprises par des ingénieurs formés dans les plus grandes écoles scientifiques (M.I.T., Polytechnique. . .). Les gestionnaires, les économistes ou tous ceux qui sont arrivés à la finance par les sciences sociales ont dû, jusque dans les années 2000, s'adapter ou changer de champ disciplinaire.

Pourtant, le prix Nobel d'économie délivré à Daniel Kahneman⁵ en 2002 a eu pour conséquence de modérer cette unité méthodologique. En effet, en remettant en cause l'hypothèse de rationalité absolue des investisseurs, Kahneman et l'école de finance comportementale ont également ouvert de nouvelles perspectives méthodologiques en finance. La mise en lumière des travaux de finance comportementale a permis à des travaux nouveaux en finance d'émerger. La nouveauté ainsi appelée

4 Sur l'histoire et l'évolution de la théorie financière au xx^e, voir par exemple Berstein, P. (2008).

5 Sur les travaux de Kahneman et Tversky, voir par exemple Martinez F. (2010).

tenait à la fois aux outils utilisés qu'à la conclusion à laquelle les travaux de finance comportementale ont abouti, à savoir l'absence de rationalité absolue des agents économiques agissant dans le domaine financier. L'ensemble du corpus financier a en effet pour hypothèse la rationalité totale des investisseurs, rationalité que l'école de finance comportementale a montré qu'elle n'était que partielle. Pour parvenir à cette conclusion, Kahneman a utilisé des méthodes expérimentales généralement plus souvent usitées en sociologie et en psychologie.

La finance reste une science sociale située entre l'économie et le management. Peut-elle s'étudier à l'aide d'instrument uniquement utilisés pour les sciences exactes ? Ou, plus exactement, sans nier l'apport considérable que les mathématiques, l'économétrie, les statistiques voire les sciences physiques ont pu apporter à la discipline, n'est-il pas temps d'ouvrir aujourd'hui les méthodologies de la finance à d'autres outils ? C'est l'un des objectifs de cette revue. La psychologie ou la sociologie ont déjà été citées. On pourrait y ajouter la philosophie, outil essentiel permettant de mieux comprendre à la fois les liens entre finance, économie et société, mais également l'appréciation du caractère éthique des pratiques financières. L'histoire est également un outil à utiliser tant ses l'observation du passé peut nous permettre de ne pas reproduire des erreurs déjà faites et d'utiliser un effet d'apprentissage trop souvent négligé.

III.2. L'OUVERTURE À DES THÉMATIQUES DIVERSIFIÉES

Une première piste consiste à mesurer les externalités positives et négatives du monde financier de l'influence de la finance sur la société. Une seconde piste consiste à utiliser la finance afin de compenser d'éventuelles externalités négatives générées par les entreprises. De nombreuses initiatives sont apparues dans cette optique, tant sur le plan académique que sur le plan professionnel.

- Sur le plan académique, on peut citer des initiatives comme le FAS, la SSFA, la SASE ou des ouvrages cherchant à comprendre les relations nombreuses et complexes entre l'écosystème financier et son environnement sociétal.
- Sur le plan professionnel, la mise en place de fonds dits éthiques ou verts, investissant essentiellement dans des entreprises jugées socialement responsables ont vu le jour et connaissent une

croissance rapide. De nombreux articles académiques ont montré que les performances de ces fonds n'étaient pas différentes de ceux des fonds traditionnels et qu'il n'y avait donc aucun coût pour les investisseurs à investir dans des fonds respectueux de principes éthiques ou socialement responsables. Dans ce numéro, l'article de Christophe Revelli montre que l'investissement dans ce type de fonds permet l'encastrement de la finance dans l'éthique.

IV. LES ARTICLES DE CE NUMÉRO

Le chiffre zéro est un chiffre à part dans la science mathématique. Au plan symbolique, il a toujours fait peur, signifiant parfois ce qui vient avant le commencement (on débute généralement un compte à un) ou ce qui reste après la fin. En finance aussi, la notion de taux zéro est perturbante. Le fait qu'aujourd'hui les taux d'intérêt des principales banques centrales soient à zéro, voire que les plus grands pays puissent emprunter à taux négatif intrigue. Il remet en cause le fait que l'argent de demain vaudra moins que celui d'aujourd'hui (hors inflation), postulat pourtant fondamental en finance. Pour de Larosière, « Il perturbe un ressort fondamental de l'économie, celui de l'équation entre l'épargne et l'investissement et fragilise les marges des banques ». Dans ce contexte, Jacques Ninet propose une modélisation mathématique qui cherche à montrer que la croissance de l'endettement des états et des banques centrales dans un contexte de croissance nulle et de taux zéro pourrait s'apparenter à un régime chaotique. En effet, l'auteur veut nous montrer que le régime actuel de taux zéro couplé aux politiques de *Quantitative Easing* menées à la fois par la *Federal Reserve Bank* aux États-Unis et la BCE en Europe profite essentiellement au système bancaire et aux actionnaires sans se diffuser réellement dans l'économie réelle. Il relève ainsi que le taux de capitalisation boursière/PIB qui est habituellement de l'ordre de 75 % est aujourd'hui aux États-Unis de l'ordre de 125 %.

Cette accumulation de richesse par les actionnaires est-elle éthique, ou plus exactement peut-elle se faire en suivant une certaine éthique ? Est-elle compatible avec les préconisations d'Aristote, qui opposait

« économie » et « chrématistique », est-elle en accord avec les prescriptions de la morale ? Plus simplement, comment finance et éthique peuvent-elles être compatibles ? Que vont devenir les rapports entre l'État endetté et ses créanciers ? Ce sont les questions que se posent à la fois Christophe Revelli dans son introduction mais également Denis Dupré et Caspar Visser't.

Dupré et Visser't mobilisent des textes anciens et fondateurs [la Bible, le code d'Hammourabi ou le Coran] pour revisiter le rapport entre le créancier et le débiteur. Leur analyse conduit au constat que le rapport créancier-débiteur est aujourd'hui devenu un rapport violent dans lequel l'intermédiation de la banque ou des marchés financiers conduit à l'absence totale d'empathie du premier envers le second. Cette nouvelle donne dans les rapports créanciers-débiteurs et bien loin de ce proposaient les textes anciens que l'on peut qualifier de « sages ». Dans ces textes, on trouve en effet des prescriptions qui permettent l'effacement des dettes de ceux qui ne peuvent plus les rembourser : c'est par exemple l'esprit initial de la démarche jubilaire dans la Bible. Les auteurs proposent donc d'étendre, en les modernisant, ce type de prescription à tous les types d'emprunteurs : les particuliers, les entreprises mais également les États : faut-il continuer à exiger de la Grèce des remboursements qu'elle ne peut plus assumer ou le maintien de ces obligations n'apparaît-il pas comme un moyen pour les pays prêteurs d'asservir son débiteur ?

De son côté, Revelli pense l'encastrement Finance-Éthique à travers l'investissement socialement responsable (ISR). L'auteur fait, en citant Dron (2015) qui s'appuie lui-même sur les analyses de Polanyi, un parallèle entre l'encastrement dans l'écosystème économique et celui dans l'écosystème naturel. À partir de la constatation selon laquelle un sous-système (finance) encadre et pilote un sur-système (économie), alors l'écosystème s'effondre (société). Il en déduit qu'il est important de conserver la diversité, dans les critères de décision (extra-financier, éthique, ISR) et surtout que les critères extra-financiers doivent, dans le choix d'un fonds ISR, primer sur les choix financiers.

Dettes, taux d'intérêts, relations entre créanciers et débiteurs dans un contexte sociétal donné, sont ainsi les mots clés de ce premier dossier « finance et société ». Les débats que chacun d'entre eux pris isolément ou confrontés peuvent engendrer laissent apparaître la nécessité d'ouvrir, approfondir et élargir ces débats pour mieux comprendre la position et le rôle de la finance dans nos sociétés d'hier et d'aujourd'hui.

RÉFÉRENCES

- Alchian et Desmetz (1972), Production, Information Costs, and Economic Organization, *American Economic Review*.
- Auvray T., Dallery T., Rigot S. (2016), *L'entreprise liquidée – la finance contre l'investissement*, Ed. Michalon.
- Bachelier (1900), *Théorie de la spéculation*, Paris, Gauthier-Villars.
- Berstein, P. (2008), *Des idées capitales – Les origines improbables du Wall Street moderne*. Paris, PUF.
- Chambost I., Lenglet M., Tadjeddine Y. (éd.) (2016), *La fabrique de la finance – Pour une approche interdisciplinaire*; Villeneuve d'Ascq, P. U. Septentrion.
- Gillet (2004), *L'efficacité des marchés financiers*, Paris, Economica.
- Giraud G. (2014), *Illusion financière*, Ivry, Ed. de l'Atelier.
- Kahneman D. et Tversky A. (1992), « *Advances in Prospect Theory : Cumulative Representation of Uncertainty* », *Journal of Risk and Uncertainty*, p. 297-323.
- Lagoarde-Segot T. (2014), *La finance solidaire – Un humanisme économique*, de Boeck.
- Larosière (de) (2016), *50 ans de crises financières*, Paris, Ed. Odile Jacob.
- Martinez Frédéric, « L'individu face au risque : l'apport de Kahneman et Tversky », *Idées économiques et sociales* 3/2010 (N° 161), p. 15-23.
- URL : www.cairn.info/revue-idees-economiques-et-sociales-2010-3-page-15.htm.
- Paranque B. et Pérez R. (éd.) (2015) *La finance autrement ?* Villeneuve d'Ascq, P. U. Septentrion; nouvelle édition (2016), *Finance reconsidered*, Bingley (UK), Emerald Publ.
- Schleifer A. (2000), Inefficient Markets : An Introduction to Behavioral Finance, *Clarendon Lectures in Economics*.
- Williamson (1983) Organization Form, Residual Claimants, and Corporate Control *The Journal of Law & Economics*.