



NOUVEAUX POUVOIRS DES ACTIONNAIRES, NIVEAU ET PARTAGE DES RISQUES

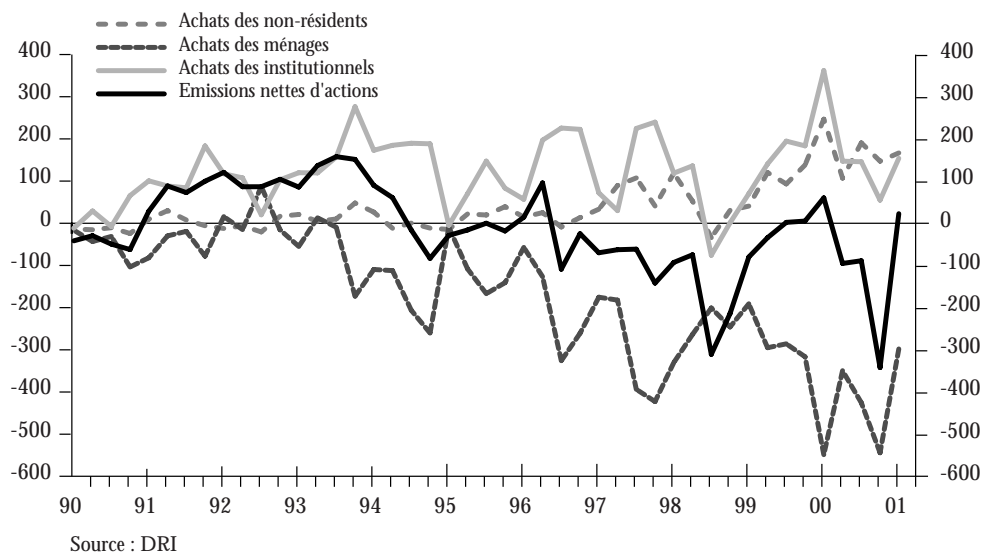
PATRICK ARTUS*

LA MONTÉE DU POUVOIR ET DES EXIGENCES DES ACTIONNAIRES

Il est un fait que le pouvoir des actionnaires a monté par rapport aux autres partenaires des entreprises : salariés, sous-traitants, fournisseurs, dirigeants... Cette augmentation du pouvoir des actionnaires part des Etats-Unis. Le graphique 1 montre que, depuis la fin de la

récession, les ménages américains vendent les actions qu'ils détenaient auparavant directement, ces actions étant rachetées par les institutionnels (fonds de pension, fonds d'investissement, compagnies d'assurance-vie), et plus récemment par les non-résidents. Il y a donc eu progressive-ment intermédiation de la détention des actions aux Etats-Unis. Or, les investisseurs institutionnels ont d'autres objectifs et d'autres comportements que les investisseurs individuels.

Graphique 1
Etats-Unis : équilibre du marché d'actions
(Mds de \$)



* Directeur des Etudes économiques du groupe Caisse des dépôts.

Les investisseurs individuels veulent accroître leur richesse financière mais en prenant des risques mesurés ; les investisseurs institutionnels veulent gagner des parts de marché dans une compétition avec les autres institutionnels où il est essentiel de réaliser une performance plus élevée que les concurrents. Ceci conduit naturellement les institutionnels à désirer un rendement élevé des placements qu'ils réalisent, et à pénaliser moins le risque que les individus. La pression exercée sur les entreprises, pour que leur rentabilité financière soit élevée, est donc plus forte lorsque les actionnaires sont des investisseurs institutionnels que lorsqu'ils sont des particuliers : ils pèsent davantage, peuvent influencer les décisions, et ont davantage besoin de rendements élevés.

L'autre facteur, qui a accru l'appétit des actionnaires, est le vieillissement anticipé de la population. Lorsque les futurs retraités se convainquent que les systèmes publics de retraite seront en difficulté, ils souhaitent, en compensation, une rentabilité plus élevée pour leur épargne. Enfin, et nous allons y revenir, l'apparition de nouveaux biens et services (nouvelles technologies), dont certains procurent des rentabilités élevées grâce à leur croissance rapide, a poussé à exiger le même type de rentabilité des entreprises de tous les secteurs.

La transmission de ces évolutions des Etats-Unis aux autres pays s'est faite en raison de l'internationalisation de la détention des actions. 38 % des actions françaises cotées (45 % du CAC 40) sont détenues par des non-résidents, 26 % des actions allemandes, 19 % des actions italiennes, et 32 % des actions britanniques. Les demandes des investisseurs vis-à-vis des entreprises européennes sont devenues les mêmes que vis-à-vis des entreprises américaines. La rupture est forte en Allemagne où le capitalisme anglo-saxon se substitue progressivement au modèle traditionnel de co-détermination (intervention des syndicats dans les décisions de

gestion) et de détention stable et durable des participations au capital des entreprises, en particulier par les banques allemandes. Le Japon (et quelques autres pays asiatiques comme la Corée) est un des rares exemples de pays où le modèle anglo-saxon n'est pas encore dominant. Le rendement moyen des fonds propres pour les sociétés cotées sur le Nikkei est de 3 % ; la recherche du profit n'est pas l'objectif central des entreprises ou des banques, sauf de celles qui sont internationalisées ou qui sont passées sous contrôle étranger. Ceci tient sans doute à ce que la part des non-résidents dans la capitalisation boursière du Japon n'est que de 9 %.

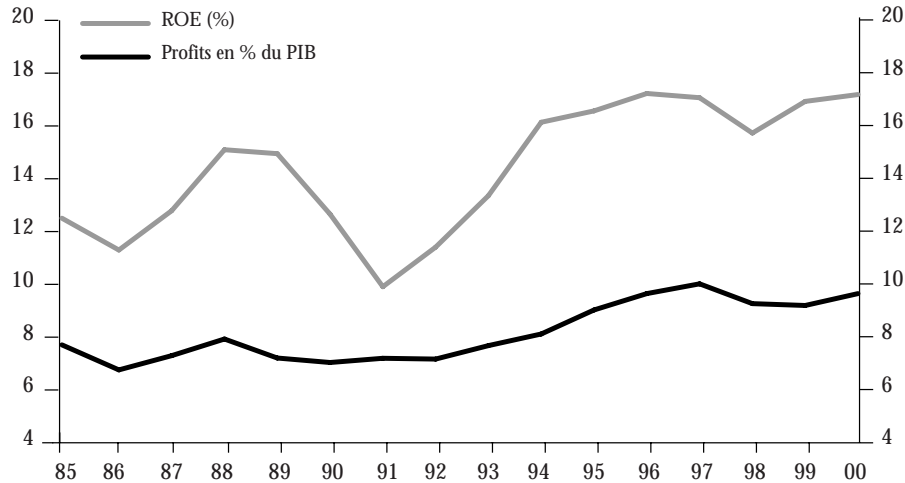
Au sein des entreprises, aux Etats-Unis et en Europe, le pouvoir d'actionnaires puissants et exigeants s'est donc accru. Comment cette évolution se manifeste-t-elle ?

DES EXIGENCES DE RENTABILITÉ DÉRAISONNABLES

Le graphique 2 montre l'évolution du rendement des fonds propres (ROE) des entreprises cotées américaines. A partir de la fin de la récession de 1990-1991, il s'élève progressivement de 12 % à plus de 17 % en 2000. On sait que le ROE est devenu le critère de jugement le plus fréquent de la rentabilité des entreprises. C'est un critère de rentabilité financière pour l'actionnaire, pas un critère de profitabilité économique. Le graphique 1 montre aussi que, de 1992 à 2000, les profits économiques des entreprises sont passés de 7,5 à 9,5 % du PIB ; mais, sur la même période, le rapport capital productif/PIB aux Etats-Unis a augmenté de près de 40 % ; la rentabilité économique du capital (profits/capital productif) est donc restée à peu près constante. Ce n'est donc pas la hausse de la rentabilité économique qui explique la hausse du ROE.



Graphique 2
Etats-Unis : ROE* et profits

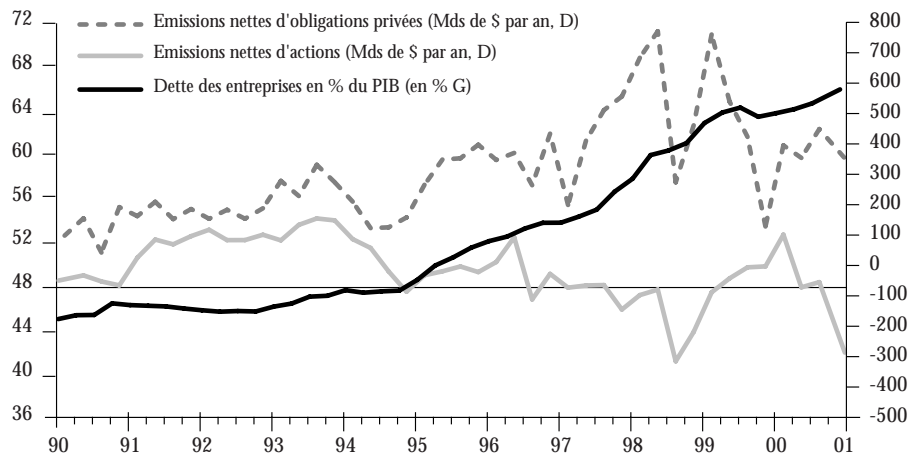


Sources : Datastream, CDC IXIS

* Return on Equity (rendement des fonds propres)

Graphique 3

Etats-Unis : émissions nettes d'actions, d'obligations et dette des entreprises



Source : DRI

Celle-ci a été largement obtenue par la hausse du levier d'endettement aux États-Unis. Le graphique 3 montre l'augmentation forte des émissions d'obligations d'entreprises aux États-Unis, la hausse rapide du taux d'endettement total des entreprises à partir de 1995, et l'apparition, après la fin de la récession, d'impor-

tants rachats d'actions sur le marché. Le levier augmente à la fois avec la hausse de la dette et avec la réduction des fonds propres liée aux rachats d'actions.

Dans un pays où les taux d'intérêt sont bas, où l'inflation ne menace pas et où la rentabilité du capital est forte, accroître le levier est attrayant et efficace. Il en résulte

naturellement, pour une rentabilité économique donnée, une hausse du rendement des fonds propres.

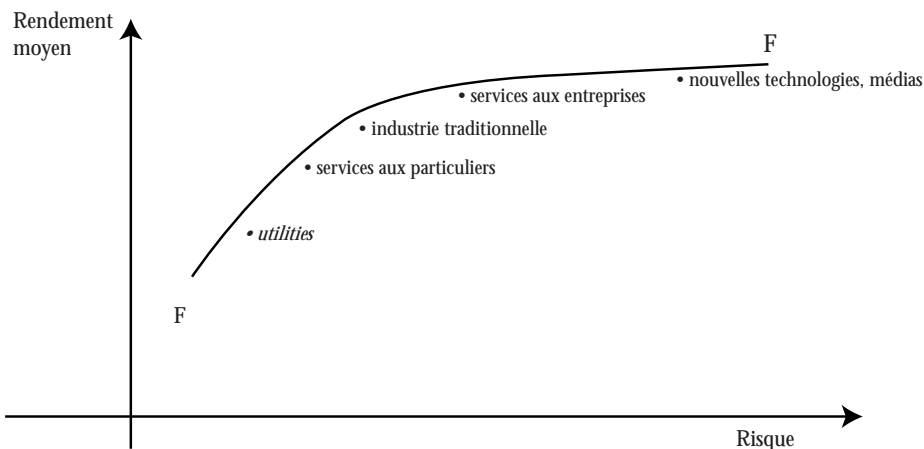
Mais, il faut être sûr que les investisseurs et les épargnants comprennent qu'il faut corriger cette hausse du ROE du supplément de risque. Une entreprise avec un levier d'endettement plus élevé court aussi un risque de faillite plus élevé. Mais il s'agit d'un risque d'une nature différente de celui qui est habituellement mesuré, qui est un risque de variabilité du rendement. Avec un levier élevé, non seulement le rendement de l'entreprise est plus volatil (puisque les intérêts sur la dette sont plus élevés et incompressibles parce que la base de fonds propres est plus faible), mais il y a un danger accru de faillite, c'est-à-dire un risque catastrophique. Il n'est pas certain que les marchés financiers sachent bien corriger les ROE apparents de ces deux types de risque, et on peut craindre que certains investisseurs puissent avoir l'illusion que des rendements du capital 12 points supérieurs au taux d'intérêt des emprunts d'Etat puissent être obtenus sans risque particulier. Il y aurait alors prise de risque excessive et inconsciente, donc mauvaise allocation de l'épargne. La première récession ferait brutalement prendre conscience

des risques pris. C'est peut-être ce qui se passe aujourd'hui : à la fin de l'année 2000, le taux de défaut pour les entreprises *speculative grade* (de *rating* inférieur ou égal à BB) atteint 8,5 %, contre 5,3 % en 1999 et 1,6 % en 1996. La fragilité financière due au levier élevé se révèle dans les phases de ralentissement économique.

ABSENCE DE DIFFÉRENCIATION SECTORIELLE

Les différentes activités économiques ne génèrent pas les mêmes variabilités des rendements, les mêmes niveaux de risques. Certaines (fourniture d'eau, d'électricité - *utilities* -, construction de produits manufacturés traditionnels) génèrent des revenus réguliers en croissance modérée ; d'autres (nouvelles technologies, finance, services aux entreprises...) sont en croissance plus rapide, mais sujettes à de beaucoup plus fortes fluctuations, à de beaucoup plus grandes incertitudes sur la croissance future. Normalement, dans un plan rendement-risque, on devrait pouvoir les hiérarchiser comme dans le schéma ci-dessous :

Schéma
Hiérarchie des différentes activités économiques



D'après ce schéma, sur la frontière efficiente FF, plus on se déplace vers la droite, plus on obtient un rendement moyen élevé des investissements au prix d'un risque élevé. L'achat d'actions d'entreprises des secteurs à débouchés incertains ou variables correspond à un investissement vers la droite de la frontière efficiente. Le problème est qu'on a le sentiment que des rentabilités similaires sont exigées de tous les secteurs, le risque spécifique au secteur étant ignoré. Si c'est le cas, les secteurs à rendement et risque intrinsèquement faibles recevront trop peu de capital par rapport à l'optimum, les autres trop de capital. Ceci peut expliquer la situation de sous-capitalisation des chemins de fer britanniques ou de l'électricité aux Etats-Unis.

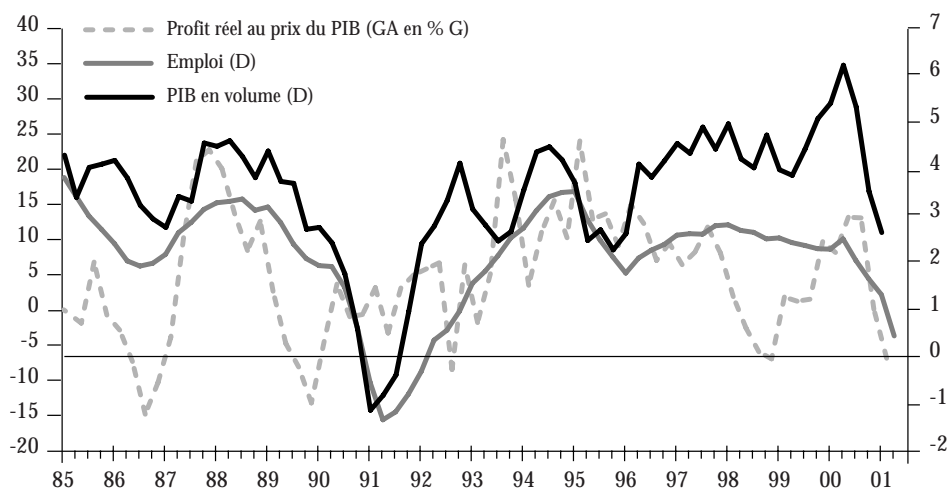
C'est donc à nouveau une absence de correction raisonnable pour le degré de risque qui génère la distorsion. Passons maintenant aux conséquences sur l'économie réelle de l'augmentation du pouvoir des actionnaires.

RÉACTIONS AUX ALÉAS CONJONCTURELS

L'autre caractéristique des exigences de rendement des actionnaires est qu'elles poussent les entreprises à neutraliser les effets des aléas cycliques sur leurs résultats. Normalement, on l'a vu plus haut, une rentabilité moyenne élevée va de pair avec un risque élevé. Ceci est le cas pour le risque de faillite, mais de plus en plus une pression forte est mise sur les dirigeants des entreprises pour que la variabilité des résultats, liée aux fluctuations conjoncturelles, soit évitée. L'idéal pour l'actionnaire serait évidemment de toucher une prime de risque élevée sans qu'il y ait de risque. Ceci est particulièrement clair pour les sociétés cotées américaines qui publient des profits trimestriels et répugnent à les voir baisser quelle que soit la situation de l'économie.

Dès qu'un ralentissement débute, les entreprises doivent donc réduire leurs

Graphique 4
Etats-Unis : croissance, emploi et profits (GA en %)



Source : DRI

coûts rapidement : baisse des dépenses de publicité, des achats de services, mais aussi réduction rapide de l'emploi.

Le graphique 4 montre que, en 1990-1991, l'emploi a baissé presque aussi rapidement et aussi profondément que la production, ce qui a permis aux profits (réels) de continuer à augmenter ; la même constatation peut être faite lors du ralentissement de 1995, après la crise mexicaine.

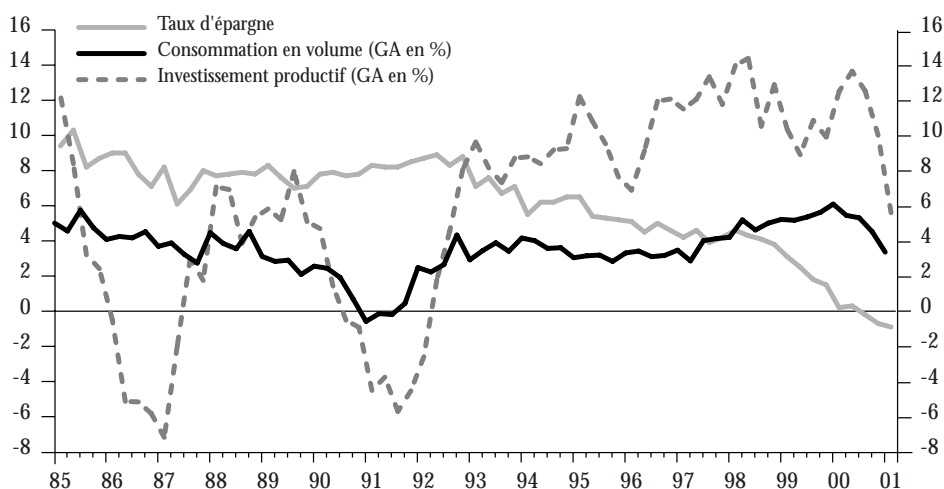
Au premier trimestre 2001, les entreprises américaines sont surprises par la brutalité du retournement de l'activité : baisse de la productivité et des profits. Et, dès le deuxième trimestre, l'emploi recule violemment dans l'industrie. Cette réaction brutale des entreprises en début de phase de ralentissement a diverses conséquences.

Au niveau macroéconomique, le maintien d'une rentabilité raisonnable pendant les récessions permet à l'investissement productif de redémarrer rapidement, dès que la situation conjoncturelle s'améliore. On voit sur le graphique 5 que, dès le

second semestre 1991 ou dès le début de 1996, il y a une reprise très vigoureuse de l'investissement productif aux États-Unis. L'aspect macroéconomique négatif est l'amplification des cycles : puisque les entreprises coupent rapidement leurs dépenses et l'emploi dès qu'un ralentissement survient, celui-ci est amplifié en particulier par la chute de revenu des ménages. On voit par exemple (graphique 5) que la consommation est en croissance négative à la fin de 1990 et au début de 1991. Mais, les conséquences les plus négatives sont sans doute au niveau microéconomique. Le souhait de stabiliser les profits à court terme dans les cycles conduit les entreprises à avoir des horizons très courts ; les licenciements massifs ou les cessions d'activité, qui permettent de caler l'évolution de l'emploi sur celle des ventes, détruisent les investissements en capital humain ou en recherche-développement.

Le partage des risques entre salariés et actionnaires est aussi déformé ; nous allons développer ce point.

Graphique 5
Etats-Unis : investissement, consommation et taux d'épargne



Source : DRI



PARTAGE DES RISQUES ET RÉMUNÉRATION DES FACTEURS DE PRODUCTION

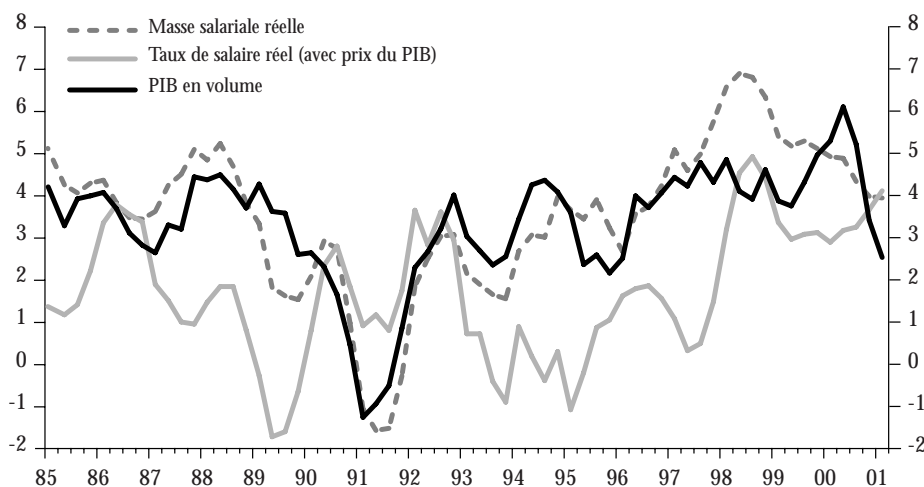
L'ajustement rapide de l'emploi dans les fluctuations cycliques accroît naturellement la variabilité de la masse salariale et réduit celle des profits. Le graphique 6 montre qu'aux Etats-Unis la variabilité de la masse salariale réelle est forte : elle passe d'une croissance de 5 % en 1988 à une décroissance en 1991 ; elle accélère fortement dans les périodes d'expansion (1987-1988 ; 1997-1998). En 2001, même si le coût salarial total augmente de près de 3 % en termes réels (en utilisant le prix du PIB comme déflateur), le recul de l'emploi va aussi entraîner un violent recul de la croissance de la masse salariale réelle par rapport à 1998-1999.

Le choix est donc fait aux Etats-Unis de reporter une partie importante du risque lié aux cycles conjoncturels des profits vers les

salaires. Il s'agit d'un choix admissible si les rémunérations des facteurs de production (capital et travail) reflètent ce partage du risque, c'est-à-dire si les salariés reçoivent la prime de risque correspondant à la dose de risque qu'ils prennent. Ceci n'est pas fait par le salaire fixe aux Etats-Unis puisque le salaire réel augmente continûment moins que la productivité du travail, à l'exception de l'année 1998. C'est fait partiellement par la distribution d'actions, de *stock options*, mais elle ne concerne qu'une minorité de salariés des grandes entreprises. Il est probable que les salariés américains acceptaient cette situation parce que la hausse de la Bourse les enrichissait, accroissait leur richesse future. Il n'est pas certain que, si les cours boursiers restent déprimés, les salariés américains continueront d'accepter des salaires réels en progression relativement faible.

Mais la situation serait pire dans les pays européens où la retraite est gérée en répartition. Si aucune prime de risque ne s'ajoute au salaire, le transfert du risque

Graphique 6
Etats-Unis : croissance, emploi et salaire (GA en %)



Source : DRI

des profits vers les salaires ne peut pas être compensé par un enrichissement patrimonial. Il serait profondément contraire à l'équité de transférer aux salariés européens une partie du risque des actionnaires sans compensation.

QUELLES RÉPONSES POUR L'EUROPE ?

Ce qui précède suggère que la hausse du pouvoir et des exigences des actionnaires ne serait pas un problème dans un monde où les marchés financiers et le marché du travail seraient parfaits ; les primes de risque seraient correctement mesurées ; les investisseurs sauraient calculer les rendements corrigés du risque ; les revenus du capital et du travail reflèteraient le partage du risque entre salariés et actionnaires.

Mais, nous suggérons que ce n'est pas le cas. Beaucoup d'investisseurs ne sont sans doute pas conscients, dans les périodes d'expansion, de la hausse du risque de faillite due à l'augmentation du levier d'endettement ; les écarts intrinsèques de risque entre secteurs ne sont pas correctement reflétés dans les écarts entre les rendements demandés aux entreprises des différents secteurs. L'allocation du capital est donc inefficace.

Par ailleurs, le report du risque des actionnaires vers les salariés n'a pas été accompagné d'un report équivalent de la prime de risque ; le partage des revenus entre capital et travail n'est donc pas équitable. Les aspects macroéconomiques

sont plus ambigus : l'amplitude des cycles est accrue par la réaction rapide des entreprises en cas de ralentissement, mais la profitabilité et la capacité à investir sont maintenues.

Comment se prémunir contre les effets microéconomiques (allocation du capital, partage des risques et revenus) de la hausse du pouvoir des actionnaires ? Il est trop tard pour rejeter le modèle : les non-résidents détiennent 45 % des entreprises cotées du CAC 40, les groupes sont intégrés internationalement ; la mise en place de règles trop différentes de celles communément employées (concernant la réglementation des licenciements, le pouvoir syndical, la fiscalité...) ne conduirait qu'à des délocalisations et du sous-investissement. On peut cependant imaginer des mesures défensives plus intelligentes que la réglementation.

Lorsqu'il s'agit d'infrastructures publiques, de services de base (transports, eau, électricité...), on peut penser à maintenir une certaine dose d'actionnariat public, l'Etat ne demandant qu'une rentabilité raisonnable sur ses investissements. Ceci réduirait l'exigence globale de rendement pour ces secteurs indispensables, donc éviterait qu'ils soient sous-capitalisés. On peut aussi songer à développer l'actionnariat salarié, dans des proportions bien plus importantes qu'aujourd'hui. Ceci permettrait aux salariés de profiter de la bonne santé des entreprises dans les phases d'expansion. Ceci leur permettrait d'intervenir dans les décisions de gestion. Des salariés administrateurs en raison de leur statut d'actionnaires importants seraient écoutés.

*BIBLIOGRAPHIE*

- ADMATI A. et PFLEIDERER P., *Does it all add up? Benchmarks and the Compensation of Active Portfolio Managers*, *Journal of Business*, Vol. 70 (3), 1997, pp. 323-350.
- ARTUS P., *Exigence de rendement des fonds de pension : quels effets sur l'efficacité et la stabilité de l'économie ?*, Document de travail n° 1999-33/MA, Caisse des dépôts et consignations, février 1999.
- ARTUS P., *Effet de levier, risque, rendement des actions et cours boursiers*, Document de travail n° 1999-10/FI, juillet 1999b.
- ARTUS P., *Transfert du risque des profits vers les salaires : quels effets ?*, Document de travail n° 1999-37/MA, Caisse des dépôts et consignations, juin 1999c.
- BERGER P., OFEK E. et YERMACK D.L., *Managerial Entrenchment and Capital Structure Decisions*, *Journal of Finance*, Vol. 52, 1997, pp. 1411-1438.
- BERNANKE B.S. et GERTLER M., *Financial Fragility and Economic Performance*, *Quarterly Journal of Economics*, février 1990, pp. 87-114.
- BROWN K., HARLOW W. et STARKS L., *Of Tournaments and Temptations : an Analysis of Managerial Incentives in the Mutual Fund Industry*, *Journal of Finance*, Vol. 51, 1996, pp. 85-110.
- BURKART M., GROMB D. et PANUNZI F., *Large Shareholders, Monitoring and Fiduciary Duty*, *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 112, 1997, pp. 693-728.
- DAS S.R. et SUNDARAM R.K., *Fee Speech : Adverse Selection and the Regulation of Mutual Fund Fees*, NBER Working Paper n° 6644, juillet 1998.
- DEMSETZ H. et LEHN K., *The Structure of Corporate Ownership : Causes and Consequences*, *Journal of Political Economy*, Vol. 93, 1985, pp. 1155-1177.
- LA PORTA R., LOPEZ DE SILANES F. et SHLEIFER A., *Corporate Ownership around the world*, NBER Working Paper n° 6625, juin 1998.
- SHLEIFER A. et VISHNY R., *Large Shareholders and Corporate Control*, *Journal of Political Economy*, Vol. 94, 1986, pp. 461-488.

