

# Analyse



Financiarisation, court-termisme et innovation : l'équation impossible ?

Réseau

Financité

Ensemble, changeons la finance



FÉDÉRATION  
WALLONIE-BRUXELLES

*Au cours d'une précédente analyse<sup>1</sup>, nous avons évoqué l'impact de la financiarisation sur la gouvernance d'entreprise. Il nous était apparu que deux phénomènes liés à la financiarisation ont contribué à modifier la politique stratégique des grandes entreprises (cotées en bourse) : d'une part, l'évolution de l'actionnariat des entreprises, et, d'autre part, l'importance prépondérante prise par ces actionnaires – souvent aux dépens des travailleurs ou de l'investissement. Nous analysons ici les conséquences de ces transformations sur la politique d'investissement des entreprises et, en particulier, sur l'innovation.*

**En quelques mots :**

- Les actionnaires exercent une pression court-termiste sur les entreprises.
- Cela a un impact sur les investissements à long terme et l'innovation.
- Comment favoriser l'adoption d'une vision à long terme pour les entreprises ?

**Mots clés liés à cette analyse :** système financier, entreprise, acteurs financiers.

## 1 Financiarisation et court-termisme

Notre analyse précédente sur la financiarisation des entreprises a mis en lumière le pouvoir accru des actionnaires – en particulier des investisseurs institutionnels<sup>2</sup> – dans la gouvernance des entreprises cotées en bourse.

À travers la pression court-termiste exercée par les actionnaires, le phénomène de la financiarisation a un impact sur les stratégies poursuivies par les entreprises.

Le **court-termisme** réfère à des situations dans lesquelles les acteurs de l'entreprise (investisseurs, dirigeants...) privilégient des stratégies menant à un gain rapide plutôt que des stratégies qui ajouteraient plus de valeur, mais dans un horizon plus lointain.

1 DE GHELLINCK M. & MARCHAND A. (2015), « La financiarisation des entreprises », Réseau Financité.

2 Des fonds d'investissement, des fonds de pension ou encore des compagnies d'assurance.

Le rôle des investisseurs institutionnels apparaît en ce sens prépondérant. La concurrence entre ces investisseurs les pousse à rechercher des gains à court terme<sup>3</sup>. Ainsi, il semble que les marchés boursiers dominés par les investisseurs institutionnels ont tendance à sous-estimer les entreprises ayant de bonnes perspectives de bénéfices à long terme, mais avec une rentabilité faible à court terme. Dès lors, la distribution de dividendes est privilégiée, au détriment des investissements à long terme et de la R&D<sup>4</sup>.

**Des exigences de rendement rapide des marchés financiers...**

Cette évolution ne pose pas seulement des questions sur la « durabilité » de l'entreprise à long terme, elle a également un impact en matière d'innovation.

## 2 Impact sur l'investissement et l'innovation

### 2.1 Impact sur l'investissement réel

Quel est l'impact de la financiarisation sur l'investissement réel ?

La croissance de la finance est parfois perçue comme essentiellement bénéficiaire, étant donné que le secteur financier stimule la croissance économique et que les marchés financiers guident l'allocation efficiente des ressources<sup>5</sup>. Cependant, la financiarisation a aussi des impacts négatifs, tels que l'apparition d'une logique court-termiste. En particulier, la financiarisation est susceptible d'avoir deux impacts négatifs sur les stratégies d'investissement.

D'une part, elle peut inciter les entreprises cotées à privilégier les investissements financiers par rapport aux investissements réels. En effet, la pression exercée sur les dirigeants pour augmenter les revenus à court terme peut les pousser à choisir des investissements financiers – susceptibles de générer des rendements rapides –, au détriment des investissements réels – dont les rendements attendus sont plus éloignés dans le temps. Cet argument est d'autant plus vrai lorsque les marges de profitabilité des investissements réels sont faibles et la demande stagnante.

D'autre part, l'exigence de rendement des marchés financiers peut freiner l'investissement réel. Pour satisfaire l'appétit des actionnaires, les entreprises sont en effet encouragées à utiliser les bénéfices dégagés pour accroître les dividendes ou racheter leurs propres actions (cf. encadré ci-dessous).

---

3 ORHANGAZI O. (2008), « Financialisation and capital accumulation in the non-financial corporate sector: A theoretical and empirical investigation on the US economy: 1973–2003 », *Cambridge Journal of Economics*, 32, 863–886 .

4 DAVIS, E.P. & STEIL, B. (2001), *Institutional Investors*, Cambridge, MA, The MIT Press .

5 FMI (2006), « Global Financial Stability Report », avril 2006, Washington.

Orhangazi (2008) a testé l'impact de ces effets de la financiarisation sur l'accumulation de capital réel, en se basant sur un échantillon d'entreprises américaines non financières dont il a suivi l'évolution de 1973 à 2003. Il en conclut que la financiarisation produit des **effets négatifs sur le comportement d'investissement** de l'entreprise, en particulier en ce qui concerne les **grandes entreprises**. L'effet sur les petites entreprises est plus équivoque, car le recours aux marchés financiers permet à ces entreprises d'alléger leurs contraintes financières.

#### Le rachat d'actions, illustration du mode de pensée actuel

La technique du rachat d'actions témoigne de la logique de rentabilité à court terme de nombreux dirigeants d'entreprise. Pour contenter les actionnaires, deux méthodes sont possibles :

1. augmenter les bénéfices, afin que les actionnaires perçoivent des dividendes plus importants ;
2. diminuer le nombre d'actions (c'est-à-dire les capitaux propres), afin que les bénéfices soient divisés entre un nombre restreint de mains.

La deuxième méthode est facile à exécuter à court terme. Au lieu de procéder à des investissements, l'entreprise préférera utiliser ses liquidités pour racheter ses propres actions, les annuler et diminuer ainsi le nombre d'actions en circulation. L'entreprise réduit son financement par capitaux propres<sup>6</sup>.

Cela a pour effet d'augmenter le rendement par action à court terme, au détriment des bénéfices à long terme que les investissements auraient pu générer. Le rachat d'actions a également pour effet de soutenir le cours de l'action sur les marchés financiers.

Un exemple ? Entre 2003 et 2012, les entreprises composant l'indice S&P 500<sup>7</sup> ont utilisé 54 % de leurs gains pour racheter leurs propres actions, et 37 % des gains pour octroyer des dividendes<sup>8</sup>. Cela laisse peu de marges pour investir dans les capacités de production...

## 2.2 Impact sur l'innovation

6 Les actions rachetées peuvent également être conservées par l'entreprise. Elles sont alors remises aux salariés qui exercent leurs stock-options, ou sont revendues sur le marché. Dans ce cas, il n'y a pas de réduction de capital.

7 Le S&P 500 est un indice boursier basé sur 500 grandes sociétés cotées sur les bourses américaines.

8 LAZONICK W., « Profits without prosperity », Harvard Business Review, September 2014.

Pressés par les marchés financiers et encouragés par certains modes de rémunération, les dirigeants d'entreprise semblent moins préoccupés de développer la recherche que de mettre sur le marché des produits qui se vendront rapidement<sup>9</sup>.

Comment expliquer ce fait ? Trois facteurs sont susceptibles de freiner les investissements dans la recherche.

Premièrement, investir en R&D est un processus coûteux. À court terme, il implique une augmentation des charges et, par conséquent, une baisse des bénéfices. Or, ce sont les bénéfices récoltés par l'entreprise qui déterminent le versement ou non d'un dividende aux actionnaires, ainsi que le montant de celui-ci.

Deuxièmement, l'impact de la R&D est, en toute logique, incertain. Si le résultat de la recherche apparaît trop aléatoire, l'entreprise hésitera à s'y lancer. Si la recherche devait s'avérer un échec, cela aurait des répercussions sur le cours de l'action. Cela peut également complexifier le financement de cette activité par des acteurs extérieurs.

Troisièmement, les résultats de la recherche doivent être « commercialisables », et les bénéfices engrangés n'apparaîtront qu'après un certain laps de temps. Dans une logique de court-termisme, cet écart temporel entre la période des coûts et le moment où les bénéfices sont récoltés peut sembler rédhibitoire aux dirigeants d'entreprise.

Intuitivement, on perçoit vite que la recherche trouvera difficilement sa place dans une logique de court terme. Cette intuition se vérifie-t-elle dans la réalité ?

Avant de contrôler la véracité de cette hypothèse, il convient de distinguer les deux principales stratégies d'innovation. Le premier type d'innovation (l'innovation d'exploitation) s'appuie sur les connaissances existantes. Il a pour objectif de renforcer les compétences, les procédés en place afin de rencontrer les besoins des clients existants. Le deuxième type d'innovation (l'innovation d'exploration) est plus radical, car il s'éloigne des connaissances existantes pour explorer de nouveaux domaines. Il s'agit d'une innovation de rupture. Les retombées de telles recherches sur l'entreprise sont plus incertaines et nécessiteront plus de temps pour être réalisées. Le problème de base de l'entreprise est de concilier ces deux types d'innovation : il convient de s'engager dans une exploitation suffisante pour assurer sa viabilité actuelle, tout en consacrant suffisamment d'énergie à l'exploration pour assurer sa viabilité future.

---

9 Selon les propos d'André Grjebine, directeur de recherche à Sciences Po, Centre d'Études et de Recherches Internationales. Source : [http://www.lemonde.fr/economie/article/2014/01/27/l-etat-conserve-un-role-majeur-dans-l-innovation\\_4355358\\_3234.html](http://www.lemonde.fr/economie/article/2014/01/27/l-etat-conserve-un-role-majeur-dans-l-innovation_4355358_3234.html).

Plusieurs études scientifiques se sont penchées sur la question du lien entre le mode de financement des entreprises et l'innovation<sup>10</sup>. Lorsqu'une entreprise se finance sur les marchés boursiers, deux effets opposés sont attendus sur les activités d'innovation. D'une part, l'accès au capital est facilité, ce qui encourage l'innovation. D'autre part, la pression de résultats à court terme imposée par les actionnaires de l'entreprise peut conduire ses dirigeants à privilégier une innovation d'exploitation, à travers l'acquisition de technologies prêtes à l'emploi par exemple. En effet, cette stratégie est moins sujette à l'échec et plus facile à comprendre pour les marchés financiers.

Les résultats des études évoquées confirment ces hypothèses. Il en ressort que les entreprises qui se financent sur les marchés financiers produisent **plus de brevets** que les autres entreprises. Cependant, ces brevets utilisent principalement des technologies existantes. Ils sont **moins exploratoires** que les brevets issus des entreprises non cotées.

Ces résultats illustrent l'impact que peuvent avoir les actionnaires sur la politique d'investissement des entreprises et, en particulier, sur l'innovation.

#### La R&D en Belgique

Selon les dernières estimations, notre pays a investi, en 2012, l'équivalent de 2,24 % de son PIB dans la recherche et le développement (soit un peu plus de 8 milliards d'euros)<sup>11</sup>. Environ 2/3 de ces investissements proviennent du secteur privé. Les pouvoirs publics jouent un rôle important dans ce domaine, à travers les subsides alloués mais aussi grâce à des incitants fiscaux. Une aide fiscale est par exemple accordée aux entreprises via une dispense de 80 % du précompte professionnel pour leurs chercheurs. Cette évolution à la hausse des dépenses en R&D ces dernières années s'inscrit dans le cadre d'une stratégie européenne (Europe 2020), dont l'un des objectifs est d'atteindre un niveau d'investissement en R&D correspondant à 3 % du PIB européen en 2020.

### 3 Conclusion

Avec la financiarisation de notre économie, l'actionnaire a pris le pas sur les autres acteurs de l'entreprise au cours des dernières décennies. Cette évolution influe sur l'approche stratégique des entreprises : la logique du « retain and invest » (conserver et investir) a laissé

10 GAO H., HSU P. & LI K., « Public equity markets and corporate innovation strategies: evidence from private firms », juillet 2014. BERNSTEIN S., « Does going public affect innovation ? », Stanford University, octobre 2012.

11 CONSEIL CENTRAL DE L'ÉCONOMIE, « Rapport technique 2014 », 22 décembre 2014.

la place à une logique de « *downsize and distribute* » (réduire la taille et distribuer)<sup>12</sup>. Au lieu de réinvestir les profits engendrés pour assurer une croissance de l'entreprise sur le long terme, ces profits sont redistribués aux actionnaires sous la forme de dividendes ou de rachat d'actions.

Cette approche court-termiste est susceptible d'influer fortement sur la stratégie des entreprises, notamment en freinant la recherche et l'innovation.

Comment remédier à ces problèmes et favoriser l'adoption d'une vision à long terme pour les entreprises et leurs actionnaires ?

En 2012, à la demande du gouvernement britannique, le Professeur John Kay a publié un rapport sur le fonctionnement du marché boursier au Royaume-Uni et son impact sur la performance de long terme et la gouvernance des entreprises cotées<sup>13</sup>. Il y formule une série de recommandations pour encourager l'investissement de long terme. Parmi ces recommandations, on notera la fin des rapports trimestriels obligatoires pour les entreprises cotées, mais aussi *l'alignement des rémunérations des dirigeants sur la performance à long terme*. Pour encourager la performance à long terme, les rémunérations sous forme d'actions devraient contraindre les dirigeants à conserver ces actions jusqu'à ce qu'ils se retirent de l'entreprise.

Une autre réflexion porte sur les critères de performance utilisés pour évaluer les entreprises, trop souvent liés à la valeur de l'action, au détriment peut-être de la valeur économique réelle de l'entreprise. Ne conviendrait-il pas, notamment, de **modifier les grilles d'évaluation des performances** en prenant en compte le potentiel d'innovation des entreprises, afin que les investissements liés aux innovations soient financés plutôt que pénalisés ?

Enfin, des mesures pourraient être étudiées pour *favoriser la détention à long terme des actions*. Pourquoi ne pas envisager d'alléger les exigences en fonds propres en fonction de la durée de détention des actions, ou encore de pondérer les droits de vote en assemblée générale sur ce même critère ?

*Arnaud Marchand*  
*Mars 2015*

*Si vous le souhaitez, vous pouvez nous contacter pour organiser avec votre groupe ou organisation une animation autour d'une ou plusieurs de ces analyses.*

12 LAZONICK, W. & O'SULLIVAN, M. (2000), « Maximizing Shareholder Value: A New Ideology for Corporate Governance », *Economy and Society*, vol. 29, no. 1, pp. 13–35.

13 KAY J., « The Kay review of UK equity markets and long-term decision making », juillet 2012.



*Cette analyse s'intègre dans une des 3 thématiques traitées par le Réseau Financité, à savoir :*

***Finance et société :***

*Cette thématique s'intéresse à la finance comme moyen pour atteindre des objectifs d'intérêt général plutôt que la satisfaction d'intérêts particuliers et notamment rencontrer ainsi les défis sociaux et environnementaux de l'heure.*

***Finance et individu :***

*Cette thématique analyse la manière dont la finance peut atteindre l'objectif d'assurer à chacun, par l'intermédiaire de prestataires « classiques », l'accès et l'utilisation de services et produits financiers adaptés à ses besoins pour mener une vie sociale normale dans la société à laquelle il appartient.*

***Finance et proximité :***

*Cette thématique se penche sur la finance comme moyen de favoriser la création de réseaux d'échanges locaux, de resserrer les liens entre producteurs et consommateurs et de soutenir financièrement les initiatives au niveau local.*

Depuis 1987, des associations, des citoyens et des acteurs sociaux se rassemblent au sein du Réseau Financité pour développer et promouvoir la finance responsable et solidaire.

Le Réseau Financité est reconnu par la Communauté française pour son travail d'éducation permanente.