



HAL
open science

Une histoire des relations finance-industrie aux États-Unis : origines et remèdes à la financiarisation des entreprises

Tristan Auvray, Thomas Dallery

► To cite this version:

Tristan Auvray, Thomas Dallery. Une histoire des relations finance-industrie aux États-Unis : origines et remèdes à la financiarisation des entreprises. *Entreprises et Histoire*, 2019, 94 (1), pp.30-49. 10.3917/eh.094.0030 . hal-02482579

HAL Id: hal-02482579

<https://hal.science/hal-02482579v1>

Submitted on 18 Feb 2020

HAL is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.

Une histoire des relations finance-industrie aux États-Unis : origines et remèdes à la financiarisation des entreprises

*Ce document est une version longue d'un article paru dans *Entreprises et Histoire*, n° 94, p. 30–49. DOI: 10.3917/eh.094.0030*

Tristan AUVRAY

Maître de conférences en économie, CEPN-CNRS, Université Paris 13

Thomas DALLERY

Maître de conférences en économie, CLERSE, Université du Littoral Côte d'Opale

Résumé

Cet article retrace l'histoire des relations entre la finance et l'industrie aux États-Unis proposée par Hyman Minsky en la recentrant sur l'actionnariat afin de comprendre l'influence actuelle qu'exercent les propriétaires de titres sur les entreprises. Nous examinons l'évolution des deux institutions qui permettent aux actionnaires de peser sur la gouvernance des firmes : la liquidité du marché, et le pouvoir de vote associé à la concentration des actions. Nous soulignons que malgré le processus de dispersion de l'actionnariat, une concentration a toujours existé. C'est donc l'existence d'une contrainte sur la liquidité qui a permis aux managers de préserver pour un temps une autonomie conquise au cours du XX^e siècle. Nous avançons l'hypothèse que cette contrainte repose sur les contrôles de capitaux internes et externes aux États-Unis.

An history of finance-industry relationships in the United States: origins and remedies to the financialization of corporations

Abstract

This article revisits the history of the relationships between finance and industry in the United States, as it was first suggested by Hyman Minsky, but we refocus the analysis on shareholding so as to understand the current influence of shareowners on corporations. We examine the evolution of the two institutions allowing shareholders to weigh on firms' governance: market liquidity and voting power associated with shares' concentration. We underline that, despite the process of shareholding dispersion, a concentration has always been present. It is thus the existence of a constraint on liquidity that allowed managers to preserve a while the autonomy won during the XXth century. We suggest the hypothesis that this constraint relies on capital controls, internal or external to the United States.

Introduction

Lors des quarante dernières années, la doctrine qui dominait le milieu des économistes était qu'un surcroît de finance était nécessairement bon pour l'économie en général¹, et les entreprises en particulier. L'idée sous-jacente était qu'un approfondissement de la finance permettrait de dégager davantage de ressources destinées à financer les investissements des entreprises à moindre coût, mais aussi que les marchés financiers permettrait d'améliorer l'allocation de l'épargne vers les projets qui en ont besoin. L'économie standard a donc préconisé une extension du domaine de la finance, couplée à sa dérégulation, et ce dans le sens du bien commun. De l'aveu même de certains de ces économistes, l'orientation pro-finance de la profession a été poussée trop loin : à partir d'une image animalière, Zingales parle ainsi des économistes comme des *lapdogs* de la finance, là où ils auraient dû jouer le rôle de *watchdogs* de cette dernière². Mais, depuis la crise de 2008, de nombreuses études ont affirmé, y compris dans le champ de l'économie standard et des institutions internationales³, qu'une finance trop imposante pouvait être nuisible à l'économie.

Les développements récents du capitalisme financiarisé ne sont pas sans rappeler le capitalisme financier du début du XX^{ème} siècle. Mais entre temps, un autre type de capitalisme, régulé, a vécu et prospéré avant de décliner. L'identification de ces différentes phases du capitalisme se rapporte selon nous, pour une large part, à l'organisation particulière des institutions financières et aux rapports qu'elles entretiennent avec les firmes qu'elles financent. La grille d'analyse de l'économiste Hyman Minsky permet de penser ces relations. Ce disciple de Keynes et de Schumpeter a en effet donné une lecture de l'histoire longue du capitalisme aux États-Unis qui a l'originalité d'établir une périodisation centrée sur les relations entre la finance et l'industrie⁴. Dans le sillage de ses deux maîtres, Minsky fait de l'innovation de ces relations financières, qui permettent à l'industrie ou à la finance de dépasser les entraves au profit propres à chaque période, le cœur des changements de phase du capitalisme – le crédit et la finance étant central à son développement dans une économie monétaire de production.

¹ R.I. McKinnon, *Money and Capital in Economic Development*. Washington, Brookings Institution, 1973.

² L. Zingales, « Presidential Address: Does Finance Benefit Society? », *Journal of Finance*, vol. LXX, n°4, 2015, p. 1327-1323.

³ Par exemple J.-L. Arcand, E. Berkes, U. Panizza, « Too much finance ? », *IMF Working Paper*, n°12/61, 2012.

⁴ Cette périodisation est développée dans plusieurs articles et conférences, par exemple H.P. Minsky, « Schumpeter: Finance and Evolution », in A. Heertje and M. Perlman (ed.), *Evolving Technology and Market Structure: Studies in Schumpeterian Economics*, Ann Arbor, The University of Michigan Press, 1990, p. 51-74. Pour une présentation synthétique cf. C.J. Whalen, « Integrating Schumpeter and Keynes: Hyman Minsky's Theory of Capitalist Development », *Journal of Economic Issues*, vol. 35, n°4, 2001, p. 805-823.

En s'appuyant sur cette grille de lecture, l'objet de cet article consiste à clarifier quelles sont les conditions institutionnelles qui permettent à la finance de contribuer à l'accumulation du capital productif, tout en se focalisant sur une forme particulière de finance qu'est l'actionnariat. Cette focalisation se justifie pour deux raisons. La première vise à compléter l'analyse de Minsky, dans laquelle cette forme n'est pas absente, mais n'y apparaît comme centrale que dans la phase la plus récente du capitalisme, dit de *money managers*. Il peut être pertinent de comprendre les caractéristiques de cet actionnariat au cours du temps pour mieux saisir les raisons de sa centralité aujourd'hui. Ensuite, dans l'analyse des relations finance-industrie, les actionnaires ont un rôle clé en ce qu'ils sont au cœur de l'arbitrage sur l'allocation du profit entre dividendes et investissement. Plusieurs dispositifs – le droit de vote et la liquidité – permettent aux actionnaires de peser sur cette décision⁵ et il s'agit donc de déterminer comment ces dispositifs peuvent se déployer à chaque époque. Le droit de vote des principaux actionnaires permet en effet d'impulser des orientations stratégiques particulières dans les instances délibérantes et dirigeantes des entreprises – via la représentation au sein du conseil d'administration. La liquidité, définie comme la capacité de revendre à tout moment ses actions⁶, permet quant à elle à d'autres actionnaires minoritaires d'exercer le chantage de la fuite et de la baisse du prix des titres qui menacent les titulaires du contrôle des entreprises – managers ou actionnaires.

La phase du capitalisme de *money managers* dans laquelle nous sommes est souvent associée à la notion de financiarisation des entreprises : la fonction d'assomption du risque de variabilité des profits, traditionnellement attribuée à la finance, et plus précisément à l'actionnaire (le créancier résiduel), est reportée sur la firme, son investissement et l'emploi⁷. Comment cette financiarisation a-t-elle été possible ? Et comment peut-on rendre la finance actionnariale moins nuisible à l'investissement aujourd'hui ? Pour répondre à ces questions nous nous focaliserons sur le cas des États-Unis, d'où la financiarisation a émergé, et sur lequel Minsky a construit sa périodisation du capitalisme. En adoptant une perspective longue, l'hypothèse que nous avançons dans cet article peut être énoncée ainsi : lors de la

⁵ T. Auvray, T. Dallery, S. Rigot, *L'entreprise liquidée. La finance contre l'investissement*, Paris, Michalon, 2016.

⁶ C'est l'existence d'un marché vaste (beaucoup d'acteurs présents pour la demande et l'offre primaire ou secondaire de titres) et bien organisé (des règles facilitant les échanges) qui garantit la liquidité.

⁷ Sur cette remise en cause du statut de créancier résiduel de l'actionnaire cf. M. Aglietta, A. Rebérioux, *Dérives du capitalisme financier*, Paris, Albin Michel, 2004.

période dite de capitalisme managérial, le pouvoir de décision actionnarial n'était pas absent mais limité par le contrôle des capitaux qui imposait une contrainte sur la liquidité des actionnaires. Cette contrainte était d'ordre externe et interne. Les contrôles de capitaux sur l'ensemble de la planète ont limité la capacité de mobilité des actionnaires états-unis : petits porteurs, actionnaires de contrôle ou financiers ne pouvaient faire peser sur les directions d'entreprises la menace d'une fuite internationale, de la fin de la Seconde Guerre mondiale à la fin des années 1960. À ce contrôle des capitaux externes s'ajoutait ce que l'on pourrait qualifier de contrôle des capitaux internes : les actionnaires financiers, qui alimentent la liquidité du marché, ont connu une forte restriction sur leurs portefeuilles de titres des années 1930 aux années 1970, alors que les dispositifs ayant alimenté la demande spéculative de titres dans les années 1920 ont été fortement encadrés. Un actionnariat stable – plus que dispersé – a donc été l'une des conditions d'existence du capitalisme managérial. C'est en conséquence lors de cette configuration historique que l'allocation du profit a pu se faire davantage en faveur de l'investissement que des dividendes. En somme, compléter le récit historique minskyen en analysant davantage le rôle de l'actionnariat et proposer une hypothèse sur le rôle du contrôle des capitaux comme facilitateur du financement des entreprises par rétentions de bénéfices constituent les deux apports de notre article.

Dans la suite de celui-ci nous présentons les relations particulières entre finance et industrie, en insistant sur leurs implications en termes de financement des entreprises au cours des différentes phases du capitalisme américain identifiées par Minsky. Chacun de ces régimes se distingue par le type d'entité ou d'activité financée, la source principale de financement, et le pouvoir relatif de la finance et de l'industrie dans les relations de financement. Dans les prochaines sections, nous décrivons tour à tour les phases du capitalisme industriel (1813-1890), du capitalisme de banquier (1890-1933), du capitalisme managérial (1933-1982) et du capitalisme de *money managers* (à partir de 1982) tout en complétant le panorama déjà esquissé par Minsky et Whalen⁸ par une focalisation sur l'actionnariat et la liquidité du marché boursier.

⁸ H.P. Minsky, 1990, *op. cit.* présente aussi une phase de capitalisme marchand (1607-1813). Il regroupe par ailleurs sous le label « capitalisme financier » les phases du « capitalisme industriel » et du « capitalisme de banquier » distinguées par C.J. Whalen, 2001, *op. cit.* Ces deux sous-périodes, sensiblement distinctes, ont pour point commun d'être dominées par les banques d'investissement. Les dates symboliques correspondent à la création en 1813 de la *Boston Manufacturing Company* qui combine les caractéristiques de la *corporation* moderne (une levée en capital massive auprès d'un actionnariat dispersé) et du système industriel (*factory system*) en étant la première grande firme intégrée de textile aux États-Unis, de la production du coton à sa transformation en produits finaux. 1890 correspond à la date du *Sherman Act*, loi anti-trust qui n'empêchera pas

1. Le capitalisme industriel (1813-1890) : l'affirmation progressive des droits de vote

Le capitalisme industriel est marqué par la nécessité de financer des activités intensives en capital, que ce soit pour le transport ferroviaire, puis l'exploitation pétrolière et minière ou l'ensemble des industries qui se déploient grâce à ces nouvelles ressources et infrastructures. La *corporation*, et sa libéralisation progressive au cours du XIXe siècle, va être l'outil de concentration du capital financier nécessaire à l'acquisition du capital industriel⁹. L'une des caractéristiques de cette *corporation*, en plus de l'octroi d'une responsabilité limitée à l'actionnaire, est de lui conférer tout pouvoir de décision sur l'actif, via l'assemblée générale et la sélection des administrateurs, grâce au principe une action égale une voix qui se généralise au cours du XIXe siècle¹⁰. L'Etat de New-York, qui est le premier à généraliser le processus d'enregistrement des *corporations* par l'instauration d'une procédure administrative en 1811¹¹, le fait en spécifiant que ce principe de proportionnalité une action-une voix doit être respecté. Dans le New-Jersey, ce principe est la règle par défaut depuis 1846. Le Delaware, en 1883, va quant à lui laisser aux fondateurs de la *corporation* le choix d'inscrire dans les statuts une structure de vote qui peut déroger au principe de proportionnalité à l'aide de classes multiples d'actions¹². Néanmoins, lorsqu'une dérogation au principe de proportionnalité existe, elle n'en implique pas moins que l'actionnaire concerné, le plus souvent un fondateur, détient ses droits de vote sur la base d'un capital placé dans la société, et qui souvent constitue l'essentiel de son patrimoine. Il s'agit d'une grande différence avec d'autres dispositifs, comme les *voting cap*, courants au début du XIXe siècle¹³, qui limitaient

le développement des grandes firmes pendant cette période. 1933 correspond au *Glass Steagall Act* qui sera la principale régulation limitant le pouvoir des banques d'investissement, jusqu'à son démantèlement progressif finalisé par le *Gramm-Leach-Bliley Act* de 1999. 1982, enfin, marque le renouveau de la croissance aux États-Unis, alors que les investisseurs institutionnels dominent désormais les marchés de capitaux.

⁹ W.G. Roy, *Socializing capital: the rise of the large industrial corporation in America*, New Jersey, Princeton University Press, 1997; M. O'Sullivan, *Contests for corporate control: Corporate governance and economic performance in the United States and Germany*, New York, Oxford University Press, 2000; F. L'Italien, *Béhémoth Capital. Contribution à une théorie dialectique de la financiarisation de la grande corporation*, thèse de doctorat en sociologie, Université Laval, 2012.

¹⁰ Pour les dates précises par États présentées dans ce paragraphe cf. D.L. Ratner, "The Government of Business Corporations: Critical Reflections on the Rule of "One Share One Vote", *Cornell Law Review*, vol. 56, n°1, 1970, p. 1-56.

¹¹ H.N. Prechel, *Big Business and the State: Historical Transitions and Corporate Transformation, 1880s-1990s*, Albany, State University of New York Press, Albany, NY, 2000.

¹² De 1926 à 1986, toute société cotée sur le NYSE doit cependant adopter le principe une action égale une voix, quel que soit le lieu de son enregistrement, pour limiter le pouvoir des actionnaires de contrôle très critiqués en cette période qui utilisaient ce dispositif. Le NYSE abandonne ce principe face à la concurrence du NASDAQ qui permet aux sociétés innovantes de s'établir avec une structure de vote duale (comme Alphabet ou Facebook aujourd'hui). Les recapitalisations impliquant des classes d'actions multiples sur les décennies 1980-1990 aux États-Unis sont néanmoins en petit nombre : moins de 200. Cf. M. Burkart, S. Lee, "One Share-One Vote: The Theory", *Review of Finance*, vol. 12, n°1, 2008, p. 1-49 ; R.B., Adams, D. Ferreira, "One Share-One Vote: The Empirical Evidence", *Review of Finance*, 2008, vol. 12, no 1, p. 51-91.

¹³ R. Morck, « *Corporations* », document de travail n°878093, SSRN, 2006.

les droits de votes pour tous les actionnaires, et qui se rapprochaient donc du principe un actionnaire égale une voix. La révolution du XIXe siècle tient à ce que l'intérêt patrimonial du principal actionnaire (ou du fondateur dans les cas des structures de vote duales) est préservé en lui donnant les pleins pouvoirs par le contrôle du conseil d'administration. Ce qui devient la norme pour la nomination du conseil va aussi se déployer sur d'autres décisions essentielles : en 1890, l'État de New-York va être le premier à remplacer la règle d'unanimité par la règle majoritaire pour la validation des opérations de fusions et acquisitions¹⁴.

Dans ce capitalisme industriel, le New-York Stock Exchange (NYSE) joue un rôle clé dans la levée de fonds de la *corporation*, surtout dans le secteur ferroviaire qui est d'ailleurs au cours du XIXe siècle le seul segment liquide des marchés de capitaux américains¹⁵, ce qui est cohérent avec le fait que le grand cycle technologique du XIXe (1829-1873) soit celui de la machine à vapeur et des réseaux ferrés¹⁶. Pour les entreprises des autres secteurs l'autofinancement par bénéfice retenu et le recours à une finance externe auprès du secteur bancaire est la norme¹⁷. Les banques d'investissement se développent quant à elles en s'appuyant sur le NYSE, avec un rôle de *dealer* en assurant la diffusion des titres nouvellement émis et de *broker* en facilitant les échanges de titres sur le marché secondaire. Ces banques ont donc un rôle central dans le secteur porteur du milieu du XIXe siècle. Parmi les plus connues, la National City Bank et JP Morgan vont se développer à partir des années 1860-1870. Ces deux banques soutiennent les *trusts* respectivement dans les sociétés de chemins de fer de George F. Baker et dans les sociétés pétrolières de John D. Rockefeller¹⁸. Ces *trusts* sont un outil de concentration pour faire face à la principale entrave au profit qu'est alors la forte concurrence par les prix¹⁹. Le premier d'entre eux est le Standard Oil Trust, créé en 1882 et contrôlé à 41% par John D. Rockefeller qui siège en son conseil avec huit autres

¹⁴ M. O'Sullivan, 2000, *op. cit.*, p. 82.

¹⁵ M. O'Sullivan, *Dividends of Development. Securities Markets in the History of US Capitalism, 1866–1922*, New-York, Oxford University Press, 2016.

¹⁶ C. Perez, *Technological revolutions and financial capital: The Dynamics of Bubbles and Golden Ages*, Northampton, Edward Elgar Publishing, 2003.

¹⁷ M. O'Sullivan, 2016, *op. cit.*, p. 68-69.

¹⁸ M.S. Mizruchi, *The structure of corporate political action: Interfirm relations and their consequences*, Harvard University Press, Cambridge, 1992.

¹⁹ La création des *trusts* tient à l'interdiction de détenir des filiales dans d'autres États par le biais de holdings, qui ne sont d'ailleurs elles-mêmes autorisées qu'à l'intérieur de quelques États. Cette entente permettait à des sociétés indépendantes de transférer leurs actions à une entité centrale, le *trust*, qui émettait en contrepartie des certificats au prorata des apports des actionnaires des sociétés mises en commun. Ceux-ci sont représentés au sein du *board of trustee* qui gère le *trust*. Cf. R.C. Smith, I. Walter, *Governing the modern corporation: capital markets, corporate control and economic performance*, New-York, Oxford University Press, 2006; B. Orbach, G.E. Campbell Rebling, "The Antitrust Curse of Bigness", *Southern California LawReview*, vol. 85, 2012, p. 605-655.

trustees – dont le second détenteur des certificats du *trust* qui en possédait 12,9%²⁰. Ces *trusts* sont au nombre de 350 en 1889²¹, mais seulement l'un d'entre eux est coté en bourse, pour permettre aux apporteurs initiaux de sortir facilement de cette entente²². Hormis pour le secteur ferroviaire, la banque est bien la principale source de finance externe au XIXe siècle.

Les principales innovations de cette période sont donc nombreuses : la libéralisation de la *corporation* et la concentration du pouvoir au prorata du capital apporté, le développement des banques d'investissement couplé au développement des bourses de valeur, et les prémices de leur combinaison avec l'industrie sous la forme des *trusts*. Cette dernière innovation va connaître une tentative de régulation par le *Sherman Antitrust Act* de 1890 qui ne va cependant pas interrompre la course à la concentration.

2. Le capitalisme de banquier (1890-1933) et le développement de la liquidité : financer la concentration plus que l'investissement

L'ère précédente avait vu naître, avec les droits de vote, la première arme favorisant le pouvoir des actionnaires. Dans cette deuxième phase du capitalisme, c'est l'émergence de la liquidité des marchés qui va compléter l'arsenal des actionnaires.

Le capitalisme de banquier marque le renforcement des relations entre banques d'investissement et industriels dans le financement des groupes qui centralisent diverses sociétés sous les *holdings* nouvellement créées pour contourner les lois anti-trust²³, et qui pour certains d'entre eux vont faire l'objet d'une cotation²⁴. La Cour suprême, dans le premier cas anti-trust dans lequel elle intervient en 1895, ne considère d'ailleurs pas les sociétés *holdings* comme une entrave à la concurrence ; une vague de fusions et acquisitions s'en suivra alors jusqu'en 1904, lorsque la Cour suprême changera d'avis en condamnant

²⁰ B. Orbach, G.E. Campbell Rebling, 2012, *op. cit.*, p. 611.

²¹ R.C. Smith, et I. Walter, 2006, *op. cit.* p. 51.

²² M. O'Sullivan, 2016, *op. cit.*, p. 111.

²³ En prévision du *Sherman Antitrust Act* de 1890, le New Jersey adopte en 1889 un nouveau droit des sociétés qui permet non seulement la liberté de constitution des *corporations* mais aussi l'existence de sociétés *holdings* détenant des filiales dans d'autres États (H.N. Prechel, 2000, *op. cit.*). La plupart des *trusts* s'enregistrent donc dans le New Jersey en 1890. En 1901, 66% des firmes avec un capital supérieur à 10 millions de dollars sont enregistrées dans le New Jersey (W.G. Roy, 1997, *op. cit.*). A partir de 1910, cependant, cet État passe une série de mesures visant à limiter le pouvoir des sociétés *holdings*. Elles s'installent alors dans l'État voisin du Delaware qui a importé la régulation du New Jersey en 1899, et qui devient donc au cours du XXe siècle le principal lieu d'enregistrement des sociétés américaines (R.C. Smith, et I. Walter, 2006, *op. cit.*).

²⁴ En 1890, 17% du volume d'actions négociées sur le NYSE correspond aux titres de *trusts*, soit quatre fois plus qu'en 1888 (M. O'Sullivan, 2016, *op. cit.*, p. 118).

l'acquisition de sociétés par une holding²⁵. La principale activité financée en cette période est donc le mouvement de concentration et de consolidation de l'industrie, et il faut examiner à la fois les facettes offre et demande de titres pour avoir une histoire complète des relations finance-industrie en cette période²⁶.

Côté offre de titres, le *great merger movement* (1895-1904) se nourrit de la nécessité pour l'industrie de se consolider pour faire face à une concurrence ruineuse. Selon Chandler²⁷, c'est moins le contrôle des prix que la recherche d'efficacité par la maîtrise des coûts qui est recherchée. Les grandes technologies de la fin du XIXe-début XXe, intensives en capital, peuvent en effet présenter des économies d'échelle si elles sont coordonnées par une organisation qui assure en permanence l'approvisionnement et la distribution ; un flux constant, permis par la révolution ferroviaire et télégraphique du XIXe siècle, est nécessaire pour empêcher le moindre arrêt de production qui engendrerait une hausse de son coût unitaire. C'est donc, pour Chandler, à la fin du XIXe siècle qu'apparaît la grande firme managériale, intégrée et coordonnée verticalement dans sa forme fonctionnelle, et qui donne naissance aux premières grandes hiérarchies managériales salariées, chargées de coordonner ce procès d'approvisionnement, de production et de distribution. O'Sullivan²⁸ précise que ces managers commencent à conquérir leur autonomie en excluant les salariés du processus d'apprentissage collectif de la firme, avant de chercher leur autonomie vis à vis des actionnaires. Comme le souligne Segrestin, ce management va non seulement bouleverser l'organisation de l'entreprise mais son émergence va être concomitante du lien juridique de subordination du travail à la *corporation*²⁹. Ce mouvement a été très vite perçu par le père de l'économie industrielle, Alfred Marshall, qui, dès ses *Principles of Economics* de 1890, conceptualise l'organisation en un quatrième facteur de production aux côtés de la terre, du capital et du travail. Plus tard en 1919, dans *Industry and Trade*, Marshall qualifie ces grands ensembles, que sont les cartels en Allemagne et les *trusts* aux États-Unis, d'*imperium in imperio*³⁰. Pour lui, ces nouveaux empires sont à la fois sources d'efficacité (les économies d'échelles) et de nuisances pour le consommateur (le pouvoir de marché).

²⁵ B. Orbach, G.E. Campbell Rebling, 2012, *op. cit.*

²⁶ M. O'Sullivan, 2016, *op. cit.*

²⁷ A.D. Chandler, 1984, "The Emergence of Managerial Capitalism", *The Business History Review*, vol. 58, n°4, p. 473-503.

²⁸ M. O'Sullivan, 2000, *op. cit.*

²⁹ B. Segrestin, « Une nouvelle « *Modern Corporation* » : relecture gestionnaire de l'ouvrage de Berle & Means », *Gérer et Comprendre*, n°104, 2011, p. 95-100.

³⁰ B. Gerbier, "Industry and trade" d'Alfred Marshall", *Revue d'économie industrielle*, vol. 9, 1979, p. 159-173.

Il est nécessaire de souligner ici que, à la différence d'un investissement productif, les opérations de fusions-acquisitions ne donnent pas naissance à de nouvelles capacités de production pour l'économie dans son ensemble. Financer des opérations de concentration ou financer des projets d'investissement n'est pas neutre du point de vue macroéconomique, les opérations de concentration pouvant même conduire, du fait de l'élévation du degré de monopole, à une augmentation de la part des profits dans la valeur ajoutée. O'Sullivan³¹ montre bien qu'au cours du XXe siècle aux États-Unis la première fonction du marché boursier n'est pas le financement de l'investissement mais l'organisation du transfert de titres de propriété entre fondateurs et nouveaux actionnaires lors de la première cotation, ou entre entreprises elles-mêmes. Ce sont les grandes firmes déjà établies qui s'introduisent en bourse, et c'est pour cela qu'elles sont en mesure de verser de généreux dividendes (cf. graphique ci-après) pour limiter la contestation de leurs nouveaux actionnaires³². Dès l'origine, la bourse est une institution qui organise la liquidité, et c'est même sa raison d'être selon Keynes³³. En 1890 ce sont surtout les très riches familles et les institutions financières qui perçoivent la bourse comme un marché liquide³⁴, et, comme on le verra, il faut attendre les années 1920 pour que le sentiment de liquidité se généralise à une plus grande partie de la population qui reste néanmoins limitée aux catégories les plus riches.

Côté demande de titres, le secteur financier et les banques d'investissement plus particulièrement vont jouer un rôle central. La taille des banques de New-York fait plus que doubler sur 1895-1905, et la taille de la seule National City Bank est multipliée par 8, représentant 17% des actifs du secteur à New York en 1905³⁵. Les nouveaux riches cherchent à placer une partie de leurs revenus pour les faire fructifier. Ils se tournent alors vers les banques d'investissement qui reçoivent une épargne abondante. Le secteur financier est donc à la recherche d'opportunités de placement qui nourrit le boom d'émission de titres industriels, autres que le ferroviaire, qui a lieu sur 1897-1902 : les détentions d'actions et d'obligations par le secteur financier de New York passent de 13,5% à 23,6% de son actif entre 1895 et 1905³⁶. Cette forte imbrication des banques et de l'industrie correspond au capital financier de

³¹ M. O'Sullivan, 2000, *op. cit.*, p. 79-80.

³² *Idem*, p. 77.

³³ J.M. Keynes, *Théorie générale de l'emploi, de l'intérêt et de la monnaie*, Paris, Payot, 1936, 2005 pour la réédition française.

³⁴ M. O'Sullivan, 2000, *op. cit.*, p. 75 : pendant le *great merger movement* seul 6% des émissions d'actions est à destination du public, le reste étant émis auprès des actionnaires existants.

³⁵ M. O'Sullivan, 2016, *op. cit.*, p. 165.

³⁶ *Idem*, p. 51.

Hilferding³⁷ : la banque d'investissement, aux côtés des industriels, est en position de contrôle des grandes firmes. Elle l'est tout d'abord par son rôle de *dealer* : elle met en place, à l'aide d'autres acteurs financiers (banques commerciales...), le syndicat d'émission qui apporte le capital puis assure la diffusion des titres sur le marché. Elle l'est ensuite car elle conserve une partie de ces titres tout en acquérant des positions dans les conseils d'administration des grands groupes : Mizruchi³⁸ montre à partir d'une analyse des réseaux d'administrateurs que les grands banquiers d'investissement étaient les plus représentés dans les conseils d'autres entreprises au début du XXe siècle. Néanmoins, comme le montre O'Sullivan³⁹, l'importance des banques d'investissement dans les syndicats d'émission de titres industriels, si elle est valable pour le secteur ferroviaire, doit être nuancée pour les autres industries où les syndicats d'émissions étaient essentiellement constitués d'industriels. Les banques ont joué un rôle très important pour ces syndicats industriels sur le marché des *call loans*⁴⁰, mais elles ne les contrôlaient pas directement. Ce sont les *call loans* qui ont alimenté la demande spéculative de titres industriels au tournant du XIXe siècle.

Hormis cette courte phase (1897-1902) de liquidité pour les titres industriels (ainsi que celle de 1890-1893), la liquidité boursière concerne surtout le segment des titres de l'industrie du rail jusqu'à la Première Guerre mondiale. Dès les années 1920, c'est le secteur industriel dans son ensemble qui, au côté du secteur bancaire, est complètement intégré à la bourse américaine dans des marchés très liquides⁴¹. À côté de l'offre croissante de titres, deux facteurs vont favoriser la demande. Tout d'abord, à l'issue de la Première guerre mondiale, de nouveaux ménages participent au marché boursier⁴². Mais c'est surtout le bas des 10% les plus riches qui a les moyens d'être attiré par des rendements et dividendes élevés représentant une fraction de plus en plus conséquente de leur revenu : la part des revenus de capitaux dans

³⁷ R. Hilferding, *Le Capital Financier*, Paris, éditions De Minuit, 1910, 1970 pour la traduction française.

³⁸ M.S. Mizruchi, 1992, *op. cit.*

³⁹ M. O'Sullivan, 2016, *op. cit.*

⁴⁰ Les *call loans* sont des prêts gagés sur titres. La banque prête l'argent nécessaire à l'acquisition du titre, ce dernier servant de collatéral. Le prêt est remboursé sur le très court terme à la demande du prêteur ou de l'emprunteur, d'où l'appellation de *call loans*. Il suffisait à l'acquéreur de payer à la banque une prime correspondant à 20% à 30% de la valeur du titre pour pouvoir l'acquérir (M. O'Sullivan, 2016, *op. cit.*, p. 6).

⁴¹ C'est la thèse centrale de M. O'Sullivan, 2016, *op. cit.* : la crise de 1907 aura révélé la forte dépendance des banques aux marchés financiers par le système des *call loans*. La création du *Federal Reserve System* en 1913 visait à réduire cette dépendance. Les années 1920 sont marquées par l'échec de ce projet et l'introduction d'une autre dépendance : celle de l'ensemble du secteur industriel à la bourse.

⁴² M. O'Sullivan, 2000, *op. cit.*, p. 75-78, décrit les dispositifs qui permettent d'attirer de nouveaux épargnants : la vente des *Liberty Bonds* pendant la Première Guerre mondiale a commencé à attirer ce public qui s'est réorienté vers les actions préférentielles présentées comme aussi sûres que les obligations. Le développement d'un actionnariat institutionnel par les *Investment Trusts* a aussi favorisé la captation de cette épargne.

le total du revenu avant impôt sur la période 1918-1929 stagne à 10% pour les 90% les plus pauvres et à 70% pour les 1% les plus riches alors qu'elle augmente de 32% à 40% pour les percentiles 90-95 de la distribution des revenus, et diminue légèrement de 49% à 45% pour les percentiles 95-99⁴³. Un même constant s'applique pour les seuls dividendes⁴⁴. Par ailleurs, la demande de titres se renouvelle aussi sous l'effet de changements dans le paysage bancaire. Au début des années 1920, les derniers grands banquiers d'investissement, qui dominaient le secteur financier depuis les années 1890, s'éteignent: les années 1910 sont marquées par une forte diminution des administrateurs cumulards de sièges, reflétant la fin des « barrons voleurs »⁴⁵. La place est donc libre pour que de nouvelles banques s'engouffrent dans la concurrence pour les prêts gagés sur titres, et ce dans un contexte de marchés de capitaux liquides qui ne font plus craindre les ruptures brutales des hausses des cours. Entre 1919 et 1929, les cours de bourse sur le marché américain ont été multipliés par 50 en moyenne, soit une hausse annuelle de plus de 50% (indice Dow Jones), jusqu'au krach d'octobre 1929. La dépression qui s'ensuit appelle les votes du *Banking Act* (dit *Glass-Steagall*) de 1933 et du *Securities Exchange Act* de 1934. La première loi instaure une séparation stricte des activités de dépôt et d'investissement des banques, consacrant pour les années à venir la montée en puissance des banques commerciales et le déclin des banques d'investissement. La seconde instaure une régulation des prêts sur titres. Ces réformes, et d'autres dispositifs, réduiront la liquidité des marchés et le pouvoir du droit de vote des banques pour compte propre.

S'il n'est pas possible de remonter au XIXe siècle sur l'utilisation du profit par les entreprises, la figure n°1 montre que sur la période 1914-1929, lorsque la liquidité des marchés est généralisée, les trois quarts du profit des sociétés sont distribués aux actionnaires et créanciers (dont la moitié du profit pour les seuls actionnaires). Sur la période 1930-1933, les dividendes continuent à être versés dans des montants largement supérieurs aux profits alors à leur plus faible niveau. C'est donc l'investissement qui devient la variable d'ajustement face à des dividendes constants ou modérément réduits⁴⁶, les bénéfices retenus étant la principale source de financement.

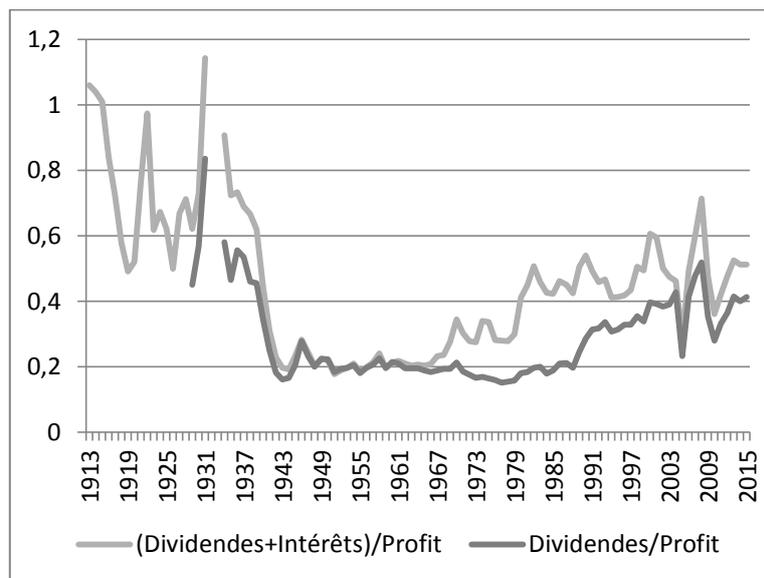
⁴³ T. Piketty, E. Saez, G. Zucman, 2018, "Distributional national accounts: methods and estimates for the United States", *The Quarterly Journal of Economics*, vol.133, n°2, p. 553–609. Cf. le graphique p. 596 et, en appendice, le tableau A7 de l'actualisation des « raw Piketty-Saez income series ».

⁴⁴ *Idem* : l'accroissement de la part des dividendes dans le revenu des individus est le plus fort pour le top P90-95 (+135%, de 2,5% à 5,8% du revenu) alors que pour les tops P95-99 et P99 la hausse est respectivement de 57% (de 6,2% à 9,7%) et 14% (de 29,8% à 33,8%).

⁴⁵ M.S. Mizruchi, 1992, *op. cit.*

⁴⁶ Cf. aussi M. O'Sullivan, 2000, *op. cit.*, p. 90-91 pour le même constant sur des données firmes.

Figure n°1 : Poids des dividendes et intérêts nets dans le profit des entreprises aux États-Unis



Source : d'après Piketty *et al.* (2018, tableaux A3 et SA2)⁴⁷.

Pour résumer, les principales innovations durant cette période sont donc la création des groupes inter-États grâce aux holdings, la lente mise en place de la liquidité des marchés pour les titres industriels, notamment grâce au développement du marché des *call loans*, et les tentatives d'instauration d'une régulation du secteur financier qui caractérisera la période suivante. L'une des entraves au profit du capitalisme de banquier est en effet la survenue de crises à répétition sur la bourse (1893, 1907, 1929) et de récessions, ce que la plus forte régulation des années 1930 et de l'après-Seconde Guerre mondiale va corriger.

3. Le capitalisme managérial (1933-1982) : la restriction de la liquidité avec le contrôle des capitaux, internes et externes

Le capitalisme managérial constitue une parenthèse unique de régulation de la finance dans l'histoire du capitalisme. La finance est désormais subordonnée aux objectifs de croissance macroéconomique et de stabilité financière. La principale source de finance externe est alors orientée par la Banque Centrale, qui contrôle étroitement les capacités de crédit des banques commerciales⁴⁸, lesquelles ont pris le relais des banques d'investissement dans le financement

⁴⁷ T. Piketty, *et al.*, 2018, *op. cit.*

⁴⁸ Sur 1910-1990, D.J. Elliott, G. Feldberg, G., A. Lehnert, "The history of cyclical macroprudential policy in the United States", Finance and Economics Discussion Series 2013-29, Board of Governors of the Federal Reserve

des firmes⁴⁹. Une condition nécessaire à l'autonomie de la Banque Centrale dans le contrôle des taux d'intérêt et du crédit est le nouveau Système Monétaire International (SMI) qui se met en place avec les accords de Bretton Woods de 1944. Nous allons y revenir.

Dans ce nouvel environnement international, les firmes, et la technostructure managériale qui les dirige (*top* et *middle-management*), cherchent à préserver leur autonomie de toutes contraintes externes et internes⁵⁰ : à savoir le marché aval et amont, des syndicats alors puissants, l'État et les actionnaires, sachant qu'elles sont déjà protégées de la concurrence internationale grâce à un certain recul du mouvement de mondialisation commerciale après la Seconde Guerre mondiale. Le rôle de cette technostructure est de limiter les risques en planifiant l'approvisionnement, la distribution, le libre accès à un capital abondant et la fidélisation du travail dans un contexte de faible chômage. Il convient d'examiner ici ces différents aspects, et notamment le libre accès à un capital abondant.

Planifier l'approvisionnement et la distribution est la raison d'être de la hiérarchie managériale comme l'explique Chandler⁵¹. Toutefois, les lois anti-trust empêchent désormais un contrôle vertical de la filière. Si les grandes firmes peuvent encore avoir des positions d'oligopoles ou de monopoles nationaux sur leurs produits, elles vont désormais se développer de manière horizontale, formant les conglomérats caractéristiques de cette période. Cette forme permet de réduire les risques en lissant le cycle des activités d'un secteur par celui d'un autre. Si le pouvoir de marché en aval est donc encore possible, le contrôle de l'approvisionnement passe par des dispositifs comme l'admission au sein des conseils d'administration des principaux fournisseurs⁵².

System, 2013, identifie 245 actions macroprudentielles aux États-Unis, dont 80% s'effectuent sur les décennies 1940-1970.

⁴⁹ M.S. Mizuchi, « Berle and Means revisited: The governance and power of large U.S. corporations », *Theory and Society*, vol. 33, 2004, p. 579–617, rappelle que si les banques commerciales sont centrales dans les réseaux d'administrateurs pendant cette période, c'est dans un sens bien différent que lorsque dominaient les banques d'investissement. Ce ne sont plus les banquiers qui siègent dans les conseils des sociétés industrielles mais ce sont les industriels représentants divers secteurs qui sont invités à siéger dans les conseils des banques commerciales, ce qui facilite pour elles l'accès à une information sur l'évolution des industries afin d'éclairer leurs décisions d'allocation de capital.

⁵⁰ J.K. Galbraith, *Le nouvel état industriel*, Paris, Gallimard, 473 p., 1967, 1989 pour la traduction française.

⁵¹ A. Chandler, 1984, *op. cit.*

⁵² R.S. Burt, « Cooptive Corporate Actor Networks: A Reconsideration of Interlocking Directorates Involving American Manufacturing », *Administrative Science Quarterly*, vol. 25, n°4, 1980, p. 557–582, montre ainsi sur un échantillon de firmes à la fin des années 1960 que les réseaux d'administrateurs sont positivement corrélés à un indicateur de dépendance aux ressources portant sur la concentration des secteurs fournisseurs identifiés grâce aux coefficients techniques des matrices sectorielles input-output.

L'autonomie dans l'accès à un capital abondant est bien l'une des caractéristiques majeures de cette période (Figure n°1) : les bénéfices retenus ne sont plus la variable d'ajustement et représentent globalement 75% du profit. Les firmes peuvent donc limiter leur besoin de finance externe pour assurer leur investissement ou leur croissance externe conglomerale. De 1940 à 1979, la part du profit consacrée aux intérêts ne dépasse pas en effet 5%. Cela s'explique aussi par la régulation du secteur bancaire de 1933 qui plafonne les taux d'intérêt (la régulation Q issue du *Glass Steagall Act*). Mais pourquoi les actionnaires ne se contentent-ils que de 20% du profit, alors qu'ils en prélevaient plus de 50% auparavant ? L'argument avancé par Galbraith⁵³ repose sur plusieurs études dont celle de Berle et Means⁵⁴. Selon les données rassemblées par ces auteurs sur 200 sociétés, près de la moitié des grandes firmes américaines est caractérisée par un capital dont la propriété est dispersée. En conséquence, les actionnaires qui privilégient désormais la liquidité de leurs placements sont devenus passifs et ont laissé les managers se coopter dans les conseils d'administration, leur assurant ainsi l'autonomie de la décision.

Cette thèse de la propriété dispersée aux États-Unis est cependant à relativiser pour saisir l'ensemble des raisons qui ont pu pousser les firmes à limiter la distribution de dividendes. Berle et Means proposent de considérer sous contrôle managérial les sociétés dont le premier actionnaire détient moins que le seuil *ad hoc* de 20% du capital. 44% de leur échantillon rentre dans cette catégorie. Berle et Means ont toutefois identifié que lorsque le premier actionnaire détient entre 5% et 20% du capital, alors celui-ci et d'autres peuvent être représentés par un ou plusieurs administrateurs dans les conseils d'administration. Ce sont donc seulement 22% des sociétés de leur étude qui peuvent être considérées sous pur contrôle interne comme le note Zeitlin⁵⁵. Ce dernier examine aussi les autres travaux sur la propriété qui ont été publiés aux États-Unis : dans toutes les études qui portent généralement sur les 200 ou 500 plus grandes sociétés, il convient de relativiser l'existence d'un contrôle interne. Il existe sans doute une évolution vers une dispersion de l'actionnariat au cours de la période 1920-1970, et assurément un contrôle par la banque-actionnaire moins puissant que pendant le capitalisme de banquier, mais le contrôle managérial n'a jamais atteint l'ensemble des

⁵³ J.K. Galbraith, 1967, *op. cit.*, p. 120-121.

⁵⁴ A.A. Berle et G.C. Means, *The modern corporation and private property*, New York, The Macmillan Company, 396 p., 1932, réédition de 1939.

⁵⁵ M. Zeitlin, "Corporate Ownership and Control: The Large Corporation and the Capitalist Class", *The American Journal of Sociology*, vol. 79, n°5, 1974, p. 1073-1119.

sociétés et a été surestimé dans les diverses études mobilisées par Galbraith⁵⁶. Celui-ci reconnaît d'ailleurs que des actionnaires sont souvent représentés au sein des conseils d'administration, mais il ne leur attribue qu'un rôle passif de ratification.

Cette concentration actionnariale peut être illustrée par deux exemples situés aux extrémités de cette phase du capitalisme managérial, à la fin des années 1930 et à la fin des années 1960. Le *Temporary National Economic Committee* (TNEC), mis en place sous Franklin D. Roosevelt, réalise une enquête exhaustive sur les 20 premiers actionnaires des 200 plus grandes sociétés américaines en 1937-1939. Il en ressort que 70% sont sous contrôle actionnarial, majoritaire ou minoritaire (plus de 10% du capital), avec une prépondérance du contrôle familial⁵⁷. Par ailleurs, dans les grandes sociétés cotées, c'est la structure de propriété et non le seul premier actionnaire qui importe. L'analyse de cette structure, par une estimation d'indices de pouvoir de vote, permet d'identifier une coalition majoritaire potentielle pour 91% des sociétés analysées par le TNEC⁵⁸. En ce qui concerne la fin du capitalisme managérial, Chevalier⁵⁹ montre qu'en 1968, sur les 200 plus grandes sociétés américaines, il existe dans 79% des cas un groupe de contrôle détenant des blocs d'actions d'au moins 5% du capital. La situation de contrôle interne n'est donc pas la plus fréquente et elle ne s'est pas étendue depuis l'étude de Berle et Means. Par ailleurs, en 1968, les grandes familles industrielles sont encore importantes et l'actionnariat bancaire n'a pas totalement disparu. Il tend même à se développer sous l'essor des fonds de pension dont les actifs sont gérés par les des banques – le *Glass-Steagall Act* interdisant surtout le contrôle et la gestion pour compte propre.

En anticipant sur la période suivante, au début du XXI^e siècle, non seulement l'actionnariat bancaire va gagner en importance du fait de son rôle dans la gestion d'actifs, mais il parvient aussi à se faire représenter au sein des conseils d'administrations des firmes dont il détient les parts⁶⁰. La concentration de la propriété des actions aux États-Unis est de même aujourd'hui

⁵⁶ Ce constat est également partagé par J. M. Chevalier, *La structure financière de l'industrie américaine*, Paris, Cujas, 1970.

⁵⁷ Temporary National Economic Committee, *The Distribution of Ownership in the 200 Largest Nonfinancial Corporations*, monograph n°29, Washington DC, U.S. Government Printing Office, 1940, p. 103-111.

⁵⁸ D. Leech, « Ownership Concentration and Control in Large US Corporations in the 1930s: An Analysis of the TNEC Sample », *The Journal of Industrial Economics*, vol. 35, n°3, 1987, p. 333-342.

⁵⁹ J. M. Chevalier, 1970, *op. cit.*

⁶⁰ J.A.C. Santos, A.S. Rumble, « The American keiretsu and universal banks: Investing, voting and sitting on nonfinancials' corporate boards », *Journal of Financial Economics*, vol. 80, n°2, 2006, p. 419-454.

toujours importante⁶¹. Les situations de contrôle ou d'influence actionnariale – via le conseil d'administration – sont donc encore aujourd'hui très fréquentes aux États-Unis comme elles le sont de manière persistante depuis la généralisation du principe une action égale une voix. Le rôle des actionnaires dans les conseils d'administrations est difficile à déterminer mais la pure autonomie managériale vis-à-vis des actionnaires n'existe jamais vraiment : ces derniers peuvent jouer dans le conseil un rôle actif en infléchissant le plan d'action, ou agir de manière passive par ratification, mais dans ce dernier cas, la contrainte actionnariale peut se manifester à nouveau si les résultats ne sont pas au rendez-vous⁶².

Ce détour par la propriété des actions était nécessaire pour expliquer que pendant le capitalisme managérial, le pouvoir des managers ne ressort sans doute pas d'une inexistence des grands actionnaires, ou de leur passivité, mais plutôt de leur incapacité à agir en faveur d'une distribution accrue des dividendes. L'hypothèse que nous avançons ici est que l'une des conditions limitant le pouvoir des actionnaires à cette période n'est autre que le contrôle des capitaux, interne et externe aux États-Unis, qui a limité tant la liquidité que le pouvoir de vote des actionnaires.

En ce qui concerne le contrôle interne, le *Glass-Steagall Act* de 1933, l'*Investment Company Act* de 1940 et le *Bank Holding Company Act* de 1956 ont réduit les capacités de concentration des banques et des fonds mutuels dans les sociétés dont ils sont actionnaires, tout en limitant la concentration de leur portefeuille sur des firmes particulières, ce qui est le cas aussi pour les assurances depuis le début du XXe siècle⁶³. Néanmoins, les banques commerciales peuvent encore faire de la gestion pour compte de tiers via leurs départements de *trust*⁶⁴. De 1945 à 1970, les fonds mutuels vont ainsi gérer 35% des actions détenues par les institutions financières, soit 4% en moyenne du total des actions américaines (Figure n°2). Notons ici que les fonds de pension, qui ne sont régulés qu'à partir de 1974, portent la croissance des détentions des acteurs financiers.

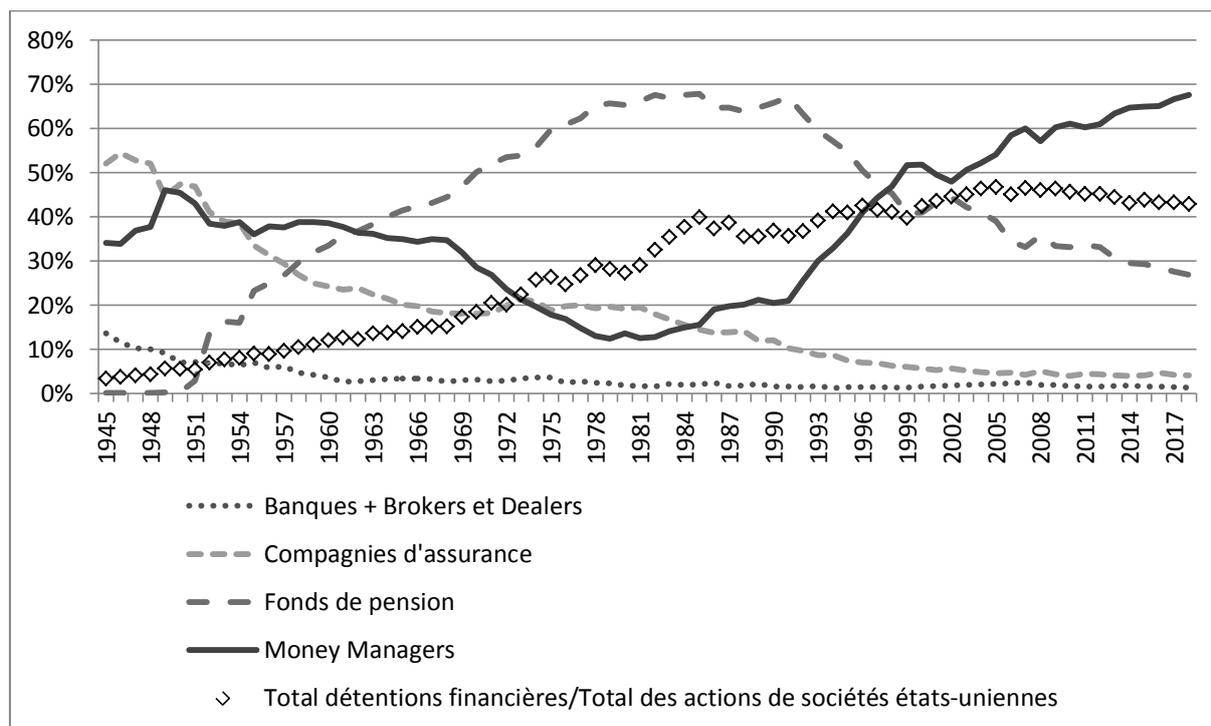
⁶¹ C.G.Holderness, « The Myth of Diffuse Ownership in the United States », *Review of Financial Studies*, vol. 22, n°4, 2009, p. 1377–1408, montre, sur un échantillon représentatif du marché boursier américain, que 96% des sociétés sont marquées par la présence de détenteurs de blocs d'actions représentant en moyenne 39% du capital.

⁶² H.P. Minsky, 1990, *op. cit.*, p. 68, tient un propos similaire sur la période du capitalisme managérial : "As long as the flow of dividends was sustained corporate management was largely independent of stockholder control."

⁶³ M.J. Roe, "Political and legal restraints on ownership and control of public companies", *Journal of Financial Economics*, 1990, vol. 27, n°1, p. 7-41.

⁶⁴ M.J. Roe, 1990, *op. cit.*; J.A.C. Santos, A.S. Rumble, 2006.

Figure n°2 : Détentions des actions d'entreprises états-uniennes par les institutions financières (en % des actions domestiques détenues par les institutions financières)



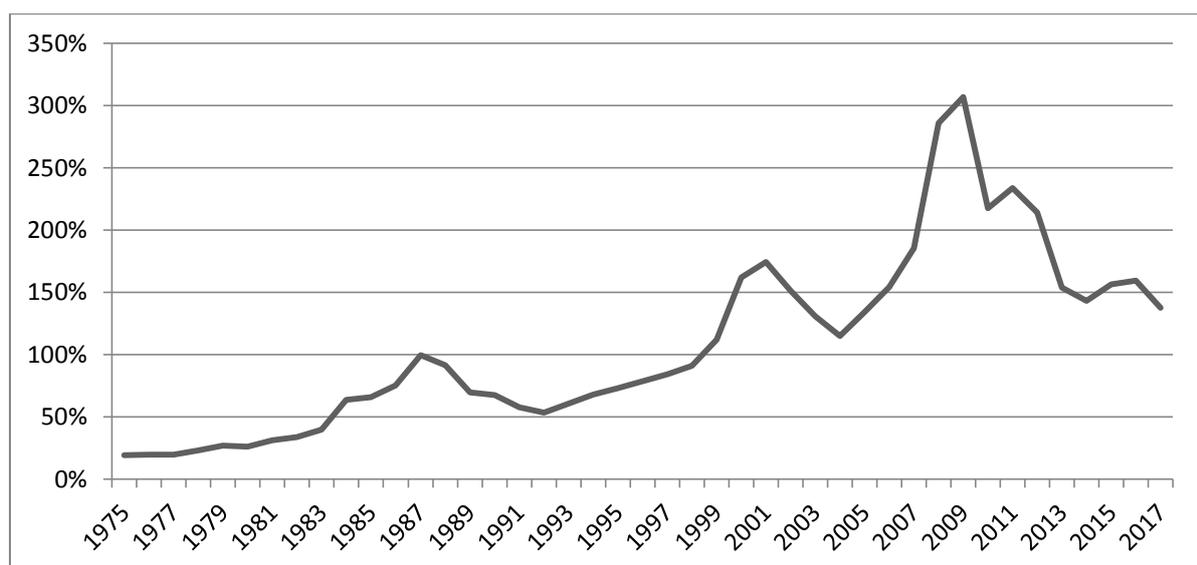
Source : Z.1 Financial Accounts of the United States, L.223 Corporate Equities.

Face à un actionnariat de contrôle relativement stable, ces acteurs financiers en croissance ne vont cependant pas alimenter la liquidité du marché. Le turnover annuel des actions sur le NYSE oscille entre 300% et 100% sur 1900-1930, mais il stagne à 20% ou 25% des années 1930 à 1975 puis augmente progressivement pour atteindre à nouveau 100% en 2000, le même niveau que dans les années 1920 lorsque la liquidité se généralise⁶⁵. Pour l'ensemble des marchés boursiers aux États-Unis, NASDAQ compris, le turnover de 20% en 1975 va passer à 150% en 2000 puis retrouver les niveaux du début du XXe siècle en variant jusqu'à 300% (Figure n°3). Les restrictions quantitatives sur le portefeuille des institutions financières et le *Securities Exchange Act* de 1934 régulant les prêts sur titres⁶⁶, ainsi qu'une gestion passive des fonds de pension à prestations définies comme nous allons le voir, ont probablement contribué à réduire cette liquidité pendant le capitalisme managérial.

⁶⁵ C.M. Jones, "A century of stock market liquidity and trading costs", *SSRN working paper* n°313681, 2002, p. 44.

⁶⁶ D'après Elliott *et al.*, 2013, *op. cit.*, de 1934 à 1974 la marge à payer pour obtenir un prêt sur titres a été modifiée 23 fois et oscille entre 50% et 100%, ce qui contraste avec les 20%-30% de marge sur les *call loans* dans le capitalisme de banquier.

Figure n°3 : Turnover de la capitalisation boursière aux États-Unis



Source : <https://fred.stlouisfed.org>, Stock Market Total Value Traded/ Stock Market Capitalization.

Outre ces contrôles de capitaux internes aux États-Unis ce sont les contrôles de capitaux externes qui ont sans doute assuré la stabilité de l'actionnariat de l'après Seconde Guerre mondiale. Nous évoquerons d'abord l'étendue de ces contrôles avant d'en montrer les conséquences sur l'actionnariat des firmes américaines.

Le contrôle des capitaux, afin d'assurer la fixité des changes et l'autonomie de la politique monétaire, est l'une des pièces les plus originales⁶⁷ du nouveau SMI de l'après Seconde Guerre mondiale⁶⁸. Même si les banquiers de *Wall Street* et de la *City* ont milité contre ces contrôles et pour la libre convertibilité des monnaies en dollar, les classes dirigeantes et les industriels américains ont encouragé leur mise en place dans le monde à partir de 1947⁶⁹. Si

⁶⁷ Cette innovation est soulignée par J.M. Keynes, *Activities 1941-1946: Shaping the Post-war World, Bretton Woods and Reparations*, in D. Moggridge (ed.), *The Collected Writings of M. Keynes*, vol. 26, Cambridge UK, Cambridge University Press, 1980, p. 17 : « *Not merely as a feature of the transition, but as a permanent arrangement, the plan accords to every member government the explicit right to control all capital movements. What used to be a heresy is now endorsed as orthodox.* »

in A. Heertje and M. Perlman (ed.), *Evolving Technology and Market Structure: Studies in Schumpeterian Economics*, Ann Arbor, The University of Michigan Press, 1990, p. 51-74

⁶⁸ Les mouvements déstabilisants des flux de capitaux de court terme (*hot money*) de l'entre-deux-guerres sont la principale raison de l'instauration de ce contrôle. Les architectes de *Bretton Woods* et les *New Dealers* des États-Unis vont aussi permettre la possibilité de bloquer les flux de capitaux de long terme, car la distinction pratique des deux types de capitaux est difficile d'une part, et parce que ces capitaux doivent être bloqués dans des pays en reconstruction d'autre part. Cf. E. Helleiner, *States and the Reemergence of Global Finance, From Bretton Woods to the 1990s*, Ithaca, Cornell University Press, 1994.

⁶⁹ La référence centrale sur ce sujet reprise dans ce paragraphe est l'ouvrage d'E. Helleiner, 1994, *op. cit.*

les États-Unis n'ont pas contraint les entrées et sorties de capitaux sur leur territoire jusqu'au début des années 1960, ils ont systématiquement soutenu l'instauration de tels contrôles en Europe et au Japon, limitant donc leur capacité d'exportations de capitaux vers ces zones. Le retour à la convertibilité partielle, c'est-à-dire pour le seul commerce international de biens et services, s'est opéré en 1961 pour l'ensemble des pays européens, et en 1964 pour le Japon. C'est aussi dans les années 1960 que les États-Unis commencent à adopter leurs premières mesures sur le contrôle des capitaux sortants de leur territoire, avec des mécanismes incitatifs (*Interest Equalization Tax* de 1963 pour toute émission de titres étrangers aux États-Unis, étendue aux prêts bancaires en 1964), ou grâce à des mécanismes institutionnels volontaires (en 1965) ou obligatoires (en 1968). Cette dernière mesure va permettre de limiter les sorties de dollars des États-Unis comme le montre le reflux des capitaux à long terme dans la balance des paiements américaine à cette date⁷⁰. Ces contrôles vont être retirés en 1969, et dès 1971, la fin du contrôle des changes dans la plupart des pays va entraîner une fuite des capitaux de court et long terme des États-Unis⁷¹, c'est-à-dire des prêts et placements à l'étranger.

Entre temps, à partir de 1957, avec le soutien des États-Unis et du Royaume-Uni, le marché des eurodollars⁷² se développe sur la place de Londres, permettant aux banques de prêter des dollars sans être soumis aux réglementations des États-Unis. Les banques de ce pays s'y engouffrent à partir de 1964, leur permettant de contourner la limite sur les prêts étrangers et leur fournissant des taux d'intérêts non régulés. Les grandes firmes multinationales américaines y trouvent aussi un accès au crédit plus abondant que sur leur territoire d'origine, et c'est bien à ce moment qu'augmente la part des intérêts dans leur profit (Figure n°1). Ce marché permettra ainsi aux industriels et financiers de renouer l'alliance qu'ils avaient rompue dans le contexte du *New Deal* et de *Bretton Woods* grâce à une adhésion désormais commune au démantèlement des contrôles de capitaux et du contrôle du crédit.

Quelles ont été les conséquences de ce contrôle et de son contournement pour les firmes américaines ? Le marché des eurodollars leur a permis d'obtenir davantage de capital mais en contrepartie, du fait de taux d'intérêts élevés, il a contribué à réduire la part des bénéfices disponibles pour l'investissement. En ce qui concerne la capacité de mobilité internationale

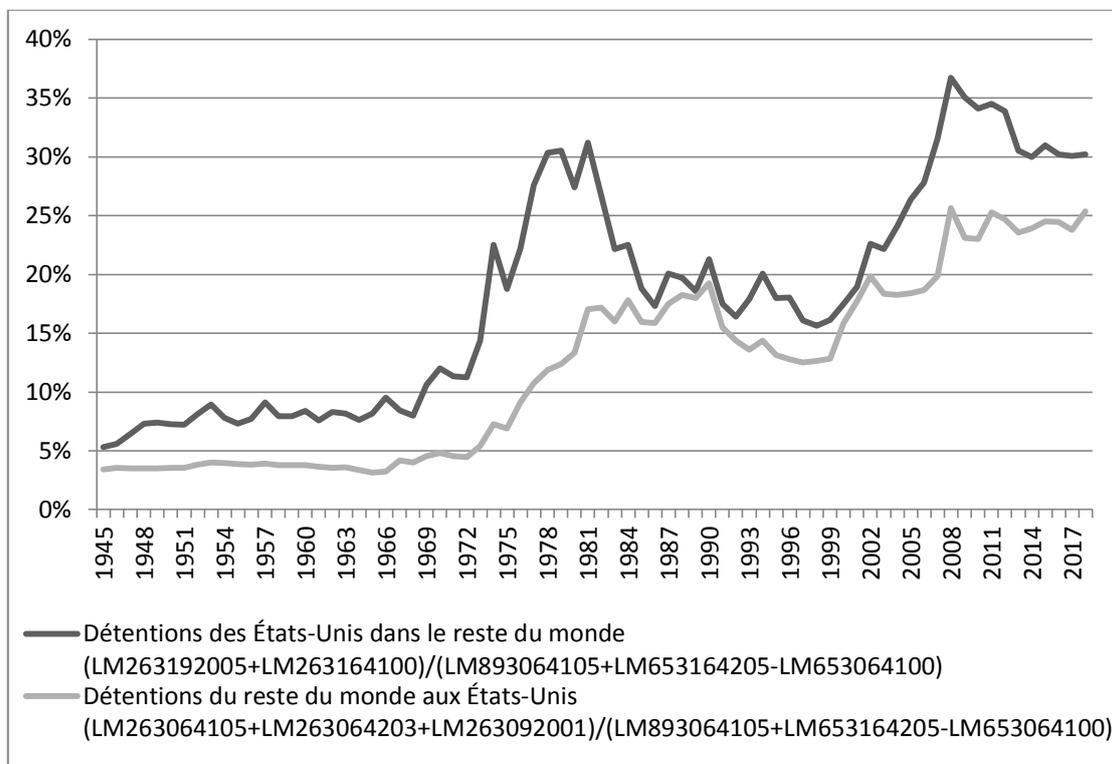
⁷⁰ P. 56 de M. D. Bordo, "The Bretton Woods international monetary system: a historical overview", in M.D. Bordo and B. Eichengreen (ed.), *A retrospective on the Bretton Woods system: Lessons for international monetary reform*, Chicago, University of Chicago Press, 1993, p. 3-108.

⁷¹ *Idem*.

⁷² E. Helleiner, 1994, *op. cit.* ch. 4.

de l'actionnariat des firmes américaines, ou l'investissement international de celles-ci, il faut distinguer les participations de portefeuille (moins de 10% du capital) et les investissements directs à l'étranger (IDE, de plus de 10%). Le stock relatif de ces deux types de participations est resté constant de 1945 à la fin des années 1970 (90% d'IDE et 10% d'investissements de portefeuille)⁷³. Il convient ensuite de rapporter ces stocks au stock d'actions des entreprises américaines pour évaluer dans quelle mesure le contrôle des capitaux limite la mobilité internationale de l'actionnariat (Figure n°4). L'attrait du placement étranger relativement au placement domestique est stable jusqu'à la fin des années 1960. Il commence à réellement augmenter à partir de 1969, après le retrait des contrôles de capitaux aux États-Unis, et explose après 1971 lors de la fin du contrôle des changes dans la plupart des pays. Sans qu'il soit possible d'établir un lien de causalité, ce mouvement coïncide avec l'approfondissement de la liquidité sur le marché boursier américain (Figure n°3).

Figure n°4 : IDE et investissements de portefeuille par des résidents états-uniens et par le reste du monde en % des capitaux propres des sociétés et fonds mutuels états-uniens.



Source : Z.1 Financial Accounts of the United States, L.223 Corporate Equities, L.224 Mutual Fund Shares, et L.133 Rest of the World (les items utilisés sont dans la légende du graphique).

⁷³ Z.1 Financial Accounts of the United States, L.133 Rest of the World. C'est pendant le capitalisme de *money managers* que le poids relatif des investissements de portefeuille va augmenter depuis le début des années 1980 jusqu'à 50% au début des années 2000 pour se stabiliser à ce niveau.

Le capitalisme managérial, jusqu'aux années 1970, a donc réduit la liquidité des actionnaires en les rendant captifs. Pour les actionnaires privilégiant la liquidité, la mobilité pouvait surtout se faire nationalement, à conditions macroéconomiques et sociales constantes (des syndicats puissants, une demande globale similaire, une fiscalité identique, une concentration conglomérale...). Or, cela ne sert à rien de quitter le capital d'une firme pour des raisons qui se retrouvent nécessairement dans les autres opportunités de placement du pays. Il en est de même pour les grands actionnaires comme le montre l'évolution des IDE. D'une part ils ne peuvent menacer les dirigeants de quitter le capital en prétextant le rachat d'une entreprise à l'étranger. D'autre part, ils ne peuvent utiliser leur voix pour pousser à la mobilité du capital productif. Dans les deux cas, la mobilité a été considérablement limitée. Malgré le poids des IDE dans la position extérieure des États-Unis, ceux-ci n'ont pu se développer sans contrainte qu'au cours de la décennie 1970, alors que la concurrence internationale par l'arrivée de firmes étrangères aux États-Unis s'accroît et alimente le mouvement de restructuration des firmes américaines dans un contexte de baisse des taux de profit. Alors que l'alliance financiers-industriels se renouvelle sur le sujet de la mobilité du capital, l'alliance industriels-salariés, construite autour du partage des gains de productivité pendant le capitalisme managérial commence à se déliter.

Au-delà de la régulation financière et de ces contrôles externes et internes de capitaux, d'autres causes ont limité le pouvoir de la finance. Une fiscalité sur les hauts revenus très importante, avec un taux marginal d'au moins 70% sur cette période du capitalisme managérial⁷⁴, n'a sans doute pas incité les actionnaires à exiger des dividendes qui auraient été fortement taxés. Quoi qu'il en soit, le contrôle des mouvements de capitaux est l'institution qui permet à la fois une plus forte taxation des hauts revenus, devenus moins mobiles, une indépendance de la Banque Centrale dans son taux d'intérêt et sa politique de crédit, et une limite à la liquidité internationale des actionnaires.

Enfin, pour compléter ce panorama sur la recherche d'autonomie de la part de la technostructure managériale, il convient de s'arrêter sur la fidélisation du travail car elle va être l'une des causes du passage au capitalisme de *money managers*⁷⁵. Dans un contexte de faible chômage et de turnover élevé du personnel, les firmes ont développé les fonds de

⁷⁴ T. Piketty, *Le capital au XXIe siècle*, Paris, Seuil, 2013.

⁷⁵ H.P. Minsky, 1990, *op. cit.* ; M. O'Sullivan, 2000, *op. cit.*

pension à prestations définies (*defined benefits*, DB) qui permettaient aux salariés de bénéficier d'un complément de retraite s'ils restaient dans l'entreprise, et qui perdaient tout s'ils changeaient d'emploi. La crise de 1973 marquée par des restructurations, faillites d'entreprises et de leurs fonds de pension, va pousser les syndicats à demander une protection des droits des salariés qui se traduira par l'*Employee Retirement Security Act* (ERISA) de 1974. Celui-ci instaure un fonds public de garanti des pensions pour les fonds DB, mais il ne permet le portage des droits à pension que pour les fonds à cotisation définies (*defined contribution*, DC) où le risque est donc supporté par le salarié. Cette mesure et les incitations fiscales qui vont suivre vont rendre les fonds DC plus importants que les fonds DB au milieu des années 1990 (en termes d'actifs sous gestion, statistiques OCDE). Alors que les fonds DB ont une obligation de résultat, les fonds DC ont une obligation de moyen qui consiste à sélectionner les meilleurs *money managers* sur la base de leurs performances passées⁷⁶. Les fonds DC sont donc à la recherche d'un couple rendement/risque plus élevé, et, par le biais de la chaîne d'intermédiaires financiers à qui ils externalisent la gestion d'actifs, ils vont être à l'origine d'une exigence de rentabilité plus forte auprès des firmes où sont placés leurs fonds. Plus largement, pendant le capitalisme managérial, d'autres facteurs vont pousser au développement des fonds de pension et gestionnaires d'actifs. La principale entrave au profit des financiers et des épargnants est en effet l'inflation qui caractérise cette période. Couplée à une régulation bancaire qui limite les taux d'intérêts sur les produits d'épargne, cette inflation va inciter les épargnants à trouver de nouveaux types de placement que proposeront les fonds mutuels et fonds de pension – principales innovations financières du capitalisme managérial. En conséquence, la part des actions détenues directement par les ménages est passée de 95% en 1945⁷⁷ à 60% en 1980, la part des institutions financières est passée de 3% à 30% et celle des seuls fonds de pensions et fonds mutuels de 1% à plus de 20%⁷⁸.

Le capitalisme managérial porte finalement assez mal son nom. L'histoire de la concentration actionnariale montre que l'autonomie managériale vis-à-vis des actionnaires n'existe que dans des cas peu fréquents. Si les firmes sont sous contrôle managérial quotidien depuis la fin du XIX^e siècle, la plupart d'entre-elles ne peut s'extraire d'un contrôle actionnarial ponctuel lors de la tenue de conseils d'administration. De grands actionnaires usent toujours de leurs droits

⁷⁶ F. Morin, « La rupture du modèle français de détention et de gestion des capitaux », *Revue d'économie financière*, n°50, 1998, p. 111-132

⁷⁷ Si les actions sont détenues à 95% directement par les ménages, cela ne veut pas dire pour autant que l'actionnariat est dispersé : l'actionnariat est concentré dans les mains de quelques familles de riches individus.

⁷⁸ Cf. figure n°2 et Z.1 Financial Accounts of the United States, L.223 Corporate Equities.

de vote, mais ce pouvoir est limité par le fait qu'ils sont désormais captifs, ce qui se manifeste dans une réduction de la liquidité du marché boursier qui permet aux managers de gagner en autonomie.

4. Le capitalisme de *money managers* (1982-...) : hyperliquidité et gouvernance actionnariale

Le capitalisme de *money managers*, que Minsky fait commencer à partir de 1982, pourrait avoir pour point de départ l'année 1979, quand la Banque Centrale américaine procède à la hausse brutale des taux d'intérêt pour mettre un terme à l'inflation, ce qui va consommer une part plus importante du profit des entreprises (Figure n°1). L'investissement par bénéfice retenu va recommencer à devenir la variable d'ajustement, et l'investissement global va à nouveau dépendre du financement externe. Les principaux pourvoyeurs de fonds sont les *money managers*, à qui les fonds de pension délèguent de plus en plus la gestion de leurs actifs (Figure n°2), et qui vont alimenter à la fois le marché obligataire – principale source de dettes aux États-Unis⁷⁹ – et le marché action. Ces *money managers* vont profiter à plein des deux leviers de pouvoir de la finance actionnariale : pour infléchir les stratégies des entreprises, ils vont à la fois jouer sur la liquidité des marchés et les droits de vote, par un activisme croissant et une représentation au conseil. La lecture macroéconomique ou microéconomique du financement des entreprises peut donner une image contradictoire mais significative de cette période. Au niveau micro, beaucoup d'entreprises versent de moins en moins de dividendes⁸⁰, avec notamment des entreprises innovantes qui se financent par émissions d'action et ne versent pas de dividendes pendant un long moment. Mais, les firmes de grandes tailles, qui déterminent les tendances macroéconomiques d'un pays, sont au contraire engagées dans des versements aux actionnaires sans commune mesure, que ce soit par la distribution de dividendes et/ou le rachat d'actions. Il en découle qu'au niveau macro la

⁷⁹ Sur 1980-2012, les obligations représentent plus de 90% de l'endettement net des sociétés non-financières d'après J. Hecht, "Is net stock issuance relevant to capital formation? Comparing heterodox models of firm-level capital expenditures across the advanced and largest developing economies", *Cambridge Journal of Economics*, vol. 38, n°5, 2014, p. 1171–206.

⁸⁰ Voir E.F. Fama, K.R. French, "Disappearing dividends: changing firm characteristics or lower propensity to pay?", *Journal of Financial Economics*, vol. 60, n°1, 2001, p. 3–43. Ils montrent que la proportion de firmes payant des dividendes tourne autour de 60% sur 1926-1945, 80% sur la période 1945-1962, 70% sur 1963-1979, puis diminue progressivement jusqu'à 20% à la fin des années 1990. Parmi les 80% de non payeurs, la plupart n'ont jamais versé de dividendes. Les rachats d'actions, qui deviennent important à partir de 1985, pourraient cependant relativiser cette tendance.

bourse ne finance plus le secteur non-financier aux États-Unis mais est au contraire financé par celui-ci⁸¹.

Toutefois, d'après les études microéconométriques, l'arbitrage entre l'accumulation du capital et les versements aux actionnaires concerne toutes les firmes, même s'il est plus marqué pour les plus grandes d'entre-elles. Les travaux sur la financiarisation de l'entreprise aux États-Unis montrent en effet qu'il existe depuis les années 1980-1990 une corrélation négative entre investissement et distribution de cash aux actionnaires⁸². Cette orientation stratégique vers la création de valeur pour l'actionnaire et au détriment de l'investissement se fait au prix d'une plus grande flexibilité de l'emploi au sein de la firme⁸³ ou à travers des relations de soustraction dans les chaînes globales de valeur⁸⁴.

La principale activité financée et orchestrée par l'industrie financière en cette période concerne en effet la restructuration des entreprises, et notamment des firmes multinationales. Dobbin et Zorn⁸⁵ expliquent bien comment les firmes de LBO, ou *corporate raiders*, alimentent le mouvement de cessions-fusions et acquisition des années 1980. Ces firmes rachètent les entreprises conglomerales auprès des *money managers*, prompts à valider les offres de rachats dont la prime de contrôle leur fait bénéficier d'importantes plus-values. Les firmes ainsi restructurées se recentrent sur une activité principale qui sert de base à leur croissance externe et à leur développement multinational, tout en externalisant les activités périphériques ou de production pour se focaliser sur la conception et le marketing⁸⁶. Dans ces restructurations, les analystes financiers – spécialisés par industrie – jouent un rôle clé en ce

⁸¹ J. Hecht, 2014, *op. cit.* montre ainsi que les émissions nettes d'actions sont négatives depuis le début des années 1980 aux États-Unis (seules deux ou trois années sont positives). En moyenne sur la période 1980-2012, pour chaque dollar d'investissement productif par les sociétés non financières, celles-ci ont versé 17 cents aux actionnaires sous la forme de rachats nets d'actions, c'est-à-dire sans même compter les dividendes.

⁸² Cf. J. Hecht, 2014, *op. cit.*; Ö. Orhangazi, "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*, vol. 32, n°6, 2008, p. 863–86 ; L.E. Davis, "Financialization and the non-financial corporation: an investigation of firm level investment behavior in the United States", *Metroeconomica*, vol. 69, n°1, 2017, p. 270–307.

⁸³ W. Lazonick, M. O'Sullivan, "Maximizing shareholder value: a new ideology for corporate governance", *Economy and Society*, vol. 29, n°1, 2000, p. 13–35.

⁸⁴ Cf. W. Milberg, "Shifting sources and uses of profits: sustaining US financialization with global value chains", *Economy and Society*, vol. 37, no. 3, 2008, p. 420–51 ; T. Auvray, J. Rabinovich. "The financialisation–offshoring nexus and the capital accumulation of US non-financial firms", *Cambridge Journal of Economics*, à paraître, 2019.

⁸⁵ F. Dobbin, D. Zorn, "Corporate malfeasance and the myth of shareholder value", *Political Power and Social Theory*, vol. 17, 2005, p. 179-198.

⁸⁶ W. Milberg, D. Winkler, *Outsourcing Economics: Global Value Chains in Capitalist Development*, Cambridge, MA, Cambridge University Press, 2013.

qu'ils recommandent à l'achat les sociétés qu'ils peuvent plus facilement analyser, celles qui ont abandonné la forme conglomérale. Ils contribuent non seulement à créer la convention sur le prix de marché, par leurs recommandations *buy, hold, sell*, mais aussi à véhiculer la convention sur le meilleur modèle d'affaire, notamment au travers des *conference call* avec les managers⁸⁷. Le haut management des firmes a rapidement adhéré à ces principes grâce à des rémunérations plus élevées, indexées sur le prix de l'action, mais aussi grâce à des prédispositions conceptuelles⁸⁸. Ces opérations se poursuivent aujourd'hui, la plus emblématique étant le démantèlement récent du conglomérat *General Electrics*.

Ce mouvement d'ensemble a rapidement été attribué aux actionnaires de court-terme sur le marché américain, par exemple par les théoriciens de la myopie managériale, dans le paradigme des asymétries d'information⁸⁹. Face à des actionnaires aveugles et court-termistes, les managers sont myopes et préfèrent sacrifier l'investissement pour privilégier des performances de court terme. Les principes du court-termisme déjà identifiés par Keynes sous la forme de la liquidité ont donc été renouvelés sous une autre forme dans les années 1980. Il a en effet été montré que la cotation en bourse ou la présence importante d'investisseurs institutionnels, et notamment d'investisseurs court-termistes, dans les structures de propriété des firmes, est négativement corrélée à l'investissement en capital productif⁹⁰, et est positivement corrélée aux paiements financiers de la firme⁹¹. Cette tendance s'est particulièrement accentuée depuis la crise de 2008. Dans un contexte de très faible taux d'intérêt, les obligations deviennent moins rentables pour les *money managers*. Puisque le

⁸⁷ E. Duhaime, F. Hanin, F. L'Italien, et E. Pineault, « Financiarisation de la stratégie d'entreprise et restructuration de l'industrie forestière. Une étude du cas Tembec », *Recherches sociographiques*, vol. 51, n°1-2, 2010, p. 125-150.

⁸⁸ Selon N. Fligstein, *The transformation of the corporate control*, Cambridge MA, Harvard University Press, 1990, et N. Fligstein, *The architecture of markets: An Economic Sociology of the Twenty-First Century Capitalist Societies*, Princeton NJ, Princeton University Press, 2001, le haut-management des firmes était en effet dominé par une « conception financière du contrôle » lors du capitalisme managérial, c'est-à-dire par une vision du monde conduisant à l'interprétation du contrôle de l'environnement interne et externe des firmes selon des critères comptables. Cette vision s'est imposée à partir des années 1960 dans les firmes conglomérales gérées par divisions ou filiales. Pour F. Dobbin, D. Zorn, 2005, *op. cit.* cette adhésion aux critères comptables a préparé le terrain pour une adhésion à une conception du contrôle tournée vers la valeur actionnariale. Dobbin, D. Zorn, 2005, *op. cit.*

⁸⁹ Cf. M.H. Miller, K. Rock, "Dividend policy under asymmetric information", *The Journal of Finance*, 40, n°4, 1985, p. 1031-1051 ; J.C. Stein, "Takeover threats and managerial myopia", *The Journal of Political Economy*, 96, n°1, 1988, p. 61-80.

⁹⁰ J. Asker, J. Farre-Mensa, A. Ljungqvist, "Corporate investment and stock market listing: a puzzle?", *The Review of Financial Studies*, vol. 28, n°2, 2014, p. 342-90 ; G. Gutiérrez, T. Philippon, "Investment-less Growth: An Empirical Investigation," *Brookings Papers on Economic Activity*, Economic Studies Program, The Brookings Institution, vol. 48, n°2, 2017, p. 89-190.

⁹¹ A.D. Crane, S. Michenaud, J.P. Weston, "The effect of institutional ownership on payout policy: Evidence from index thresholds". *Review of Financial Studies*, vol. 29, n°6, 2016, p. 1377-1408.

meilleur rendement qu'ils peuvent espérer obtenir se situe sur le marché actions, ils incitent les firmes à s'endetter à très faible taux pour procéder à d'importants rachats d'actions.

La dénomination de Minsky pour caractériser la phase du capitalisme qui s'enclenche au début des années 1980 met ainsi à juste titre l'accent sur cette nouvelle forme de concentration de l'actionnariat qui joue un rôle clé à la fois dans le financement des firmes, dans leurs restructurations et leur investissement. Il convient de préciser ici que le pouvoir des *money managers* ressort de deux dynamiques : une extrême concentration d'acteurs aux portefeuilles diversifiés sur des marchés très liquides, aux côtés d'actionnaires de contrôle, et une homogénéisation des pratiques de vote. Tout d'abord, dans les années 1990, lorsque la part des dividendes dans le profit augmente (Figure n°1), les marchés internationaux de capitaux connaissent une nouvelle interconnexion qui rend la finance réellement globale : les pays émergents sont sommés de supprimer les barrières à la circulation des capitaux s'ils veulent obtenir des prêts du FMI dans le cadre du consensus de Washington, et les pays européens, qui mettent en place un marché unique des services financiers, ont levé tout contrôle de capitaux au sein de l'Europe et vis à vis des États-Unis. Les fonds de pension DC qui deviennent plus importants à partir des années 1990 ont donc maintenant des opportunités de placement à l'échelle de la planète. C'est toute l'industrie financière qui se concentre à ce moment-là et acquiert des positions oligopolistiques au niveau mondial. Non seulement quelques banques systémiques contrôlent les marchés des changes, les produits dérivés et les taux d'intérêt⁹², mais les 50 plus grands gestionnaires d'actifs, dont de nombreuses filiales de banques, détiennent à eux seuls 40% de la capitalisation boursière mondiale en 2007⁹³. Avec cette libre circulation des capitaux et cette concentration, les crises financières augmentent à leur tour, avec notamment comme facteur amplificateur le fait que les acteurs financiers suivent des règles de placement quasiment standardisées. Au niveau de l'entreprise, le comportement mimétique de quelques acteurs peut donc avoir des effets considérables sur le cours de nombreuses entreprises, et sur leurs stratégies d'investissement. Cette concentration est aussi problématique en termes de droits de vote. Depuis la fin des années 2000 se sont développés les *proxy advisors* chargés du vote des *money managers*. Ces sociétés de conseil sont peu nombreuses et conduisent à l'homogénéisation des votes, notamment lorsqu'elles travaillent, comme *Institutional Shareholders Services*, pour les plus grands gestionnaires

⁹² F. Morin, *L'hydre mondiale, L'oligopole bancaire*, Montréal, Lux Éditeur, 2015.

⁹³ S. Vitali, J.B. Glattfelder, S. Battiston, "The Network of Global Corporate Control", *PLoS ONE*, vol. 6, n°10, 2011, e25995.

d'actifs. Ces votes s'effectuent généralement dans le sens de la création de valeur pour l'actionnaire en sanctionnant les équipes dirigeantes lorsqu'elles ne dégagent pas assez de *free cash flow*, au détriment de l'investissement donc.

Pour finir, on notera que la crise de 2008 et la faible régulation du secteur bancaire et financier qui s'ensuit, aux États-Unis et en Europe, n'est pas sans rappeler la crise de 1907 qui aboutit au *Federal Reserve System* en 1914. Il faut néanmoins attendre la crise de 1929 et la régulation de 1933 pour restreindre le pouvoir des banques d'investissement. Dans le capitalisme de *money managers*, les crises boursières à répétition aux États-Unis (krach de 1987, crise des *junk bonds* et faillites des *saving and loans* dans les années 1990, éclatement de la bulle Internet en 2001, crise des *subprimes* en 2007 et faillite de *Lehman Brothers* en 2008) n'ont pas encore été suffisantes pour provoquer un réel sursaut de régulation. Cependant, une nouvelle coopération internationale a vu le jour, comme le retour des lignes de *swap* entre les Banques Centrales et de l'utilisation d'une monnaie multilatérale (avec la forte utilisation des droits de tirage spéciaux du FMI depuis 2008), ou la création du *Financial Stability Board* en 2009 par les pays du G20, chargé notamment de l'identification des acteurs systémiques – banques et assurances, les *money managers* étant quant à eux très réticents à être à leur tour intégrés dans cette catégorie. Un regard optimiste verra dans ces nouvelles politiques et organisations un prélude nécessaire à une régulation plus forte du secteur bancaire et financier dans les années à venir.

Conclusion

Nous avons vu qu'au cours des différentes phases du capitalisme aux États-Unis, les actionnaires se sont surtout exprimés par le biais du droit de vote jusqu'à la fin des années 1910. A partir des années 1920, sans que ce dispositif disparaisse, la liquidité sur le marché boursier leur a permis d'avoir un levier d'action supplémentaire sur les équipes dirigeantes. La contrainte sur la mobilité des capitaux et sur la liquidité des actionnaires après la Seconde Guerre mondiale a néanmoins permis aux managers de faire face à une pression actionnariale limitée. Cette pression s'est à nouveau manifestée dans les années 1980 avec la concentration de l'épargne dans les mains des *money managers* dans un contexte de dérégulation financière et de liberté de circulation des capitaux. Les effets néfastes de la liquidité sur l'investissement, tels que les avez déjà vus Keynes, jouent à nouveau depuis près de 40 ans.

Nous avons souligné dans cet article l'étendue de la régulation financière et du contrôle des capitaux aux États-Unis pendant la phase du capitalisme managérial. Puisque ces contrôles sont concomitants à la rétention des bénéfices et à l'investissement des firmes américaines, nous avons avancé l'hypothèse qu'ils pouvaient en être la cause. Nous avons appuyé cette idée par l'examen de la concentration actionnariale, de la liquidité sur le marché boursier, et par le poids relatifs des placements internes et externes aux États-Unis. D'autres recherches sont cependant nécessaires pour valider pleinement cette hypothèse. Celle-ci mérite néanmoins d'être mise en avant alors que la question du contrôle des capitaux revient sur le devant de la scène pour la stabilité financière des pays émergents⁹⁴ et développés⁹⁵. Nous pensons qu'elle est aussi un élément clé de la stabilité de la gouvernance d'entreprise et de la croissance de l'investissement.

⁹⁴ Ce point est soulevé dès la fin des années 1990, à la suite de la crise financière asiatique, par l'un des grands noms du commerce international, J. Bhagwati, « The capital myth: the difference between trade in widgets and dollars », *Foreign Affairs*, 1998, p. 7-12. A la suite de la crise de 2008, ce sont les chercheurs du FMI qui renouvellent cette question pour les pays émergents, notamment A. Ghosh, J. Ostry et M. Qureshi. Parmi leurs nombreux travaux cf. par exemple A. Ghosh, M. Qureshi, "What's In a Name? That Which We Call Capital Controls", *IMF Working Paper* WP/16/25, 2016 ; J. Ostry, A. Ghosh, K. Habermeier, M. Chamon, M. Qureshi, D. Reinhardt, "Capital Inflows: The Role of Controls", *IMF Staff Position Note* 10/04, 2010.

⁹⁵ A. Tooze, *Crashed. Comment une décennie de crise financière a changé le monde*, Paris, Les Belles Lettres, 2018.