



**HAL**  
open science

# Financiarisation des stratégies des groupes cotés occidentaux et investissement productif: entre rapprochements et diversité

Yann Guy

► **To cite this version:**

Yann Guy. Financiarisation des stratégies des groupes cotés occidentaux et investissement productif: entre rapprochements et diversité. 2022. hal-03677164

**HAL Id: hal-03677164**

**<https://hal.science/hal-03677164v1>**

Preprint submitted on 24 May 2022

**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.

# FINANCIARISATION DES STRATÉGIES DES GROUPE COTÉS OCCIDENTAUX ET INVESTISSEMENT PRODUCTIF : ENTRE RAPPROCHEMENTS ET DIVERSITÉ

Yann GUY\*

*LiRIS, Université Rennes 2*

Avril 2022

## Résumé

La croissance et le financement des grandes entreprises cotées font l'objet depuis trois décennies d'une financiarisation plus ou moins marquées selon les économies. Selon les analyses régulationnistes et post-keynésiennes, les exigences des actionnaires en termes de rentabilité ont des conséquences majeures à la fois en termes de faiblesse de l'accumulation de capital fixe à long terme et en termes de cyclicité de ces stratégies. D'une économie à l'autre, les groupes cotés ne sont pas soumis aux mêmes contraintes, en dépit de leur internationalisation. Pour comprendre l'impact de la maximisation de la valeur actionnariale, à l'origine de la financiarisation des stratégies, nous partons du principe que ces contraintes dépendent du contexte institutionnel et, en particulier, de la structure du capital social des entreprises et du mode de gouvernance qui en découlent. De façon à vérifier ces hypothèses, nous procédons à une étude descriptive du comportement des grands groupes non financiers cotés aux indices *CAC All Tradable*, *DAX élargi*, *S&P 500*, *FTSE 350*, *FTSE Italia All-Share* et *IBEX élargi*. Nous réalisons ensuite des estimations économétriques portant sur l'investissement productif de ces mêmes entreprises. Pour ce faire, nous avons recours à l'estimateur GMM en système.

**Mots-clés** : Financiarisation ; Investissement ; Gouvernance d'entreprise ; Cycles et fluctuations ; Données de panel

**JEL Classification** : E12, E22, E32, G34, C23.

---

\*Maître de conférences en sciences économiques. E-mail : [yann.guy@univ-rennes2.fr](mailto:yann.guy@univ-rennes2.fr) .

## Introduction

L'importance de la finance de marché et de la financiarisation des comportements d'agents n'a cessé de s'amplifier au sein des économies occidentales à partir de l'avènement des « 3D » (dé-réglementation, désintermédiation et décloisonnement) sur les marchés financiers au cours des années 1980 (Bourguinat, 1992), et jusqu'à la période pré-Covid. Peu à peu, un régime d'accumulation financiarisé a pris place (Boyer, 2000 ; Aglietta, 2019) et ce, dans un grand nombre de ces économies comme le montre l'étude comparative internationale de Hein *et al.* (2016). Toutefois, la littérature portant sur la comparaison des capitalismes montre à quel point le régime d'accumulation de chaque économie conserve ses caractéristiques propres et en quoi l'hypothèse d'une convergence absolue de ces régimes n'est pas pertinente (Amable, 2005 ; Boyer, 2015).

Le but de cette recherche est d'appréhender les conséquences du comportement des opérateurs financiers sur les stratégies des grandes entreprises cotées dans ce contexte et en particulier les stratégies d'investissement productif – l'accumulation de capital fixe. Notre champ d'étude porte sur la France, l'Allemagne, les États-Unis, le Royaume-Uni, l'Italie et l'Espagne. Nous appréhendons ces conséquences sous deux angles différents : (i) une analyse de long terme portant sur la dimension dépressive du régime d'accumulation financiarisé ; (ii) une analyse dynamique, ou de court terme, à travers l'évolution cyclique de l'investissement des entreprises.

Notre analyse de long terme est conforme à celle de plusieurs auteurs régulationnistes et post-keynésiens tels que Boyer (2000), Stockhammer (2004), van Treeck (2008) ou encore Cordonnier *et al.* (2015). Nous considérons que l'investissement productif est soumis à une pression baissière à long terme, compte tenu des exigences de rendement des actionnaires et de plusieurs conséquences majeures de ce phénomène : l'importante sélectivité des projets ou encore le développement de stratégies de croissance externe sur lesquels nous insisterons principalement, mais également la contrainte macroéconomique de réalisation des profits (Kalecki, 1954) dans un contexte d'inégalités croissantes de revenus.

Notre analyse dynamique porte quant à elle sur la dimension cyclique d'origine financière de la croissance des entreprises. En d'autres termes, nous étudions les décisions que les dirigeants d'entreprise prennent en réponse à l'évolution des prix sur les marchés d'actions, c'est-à-dire à l'évaluation du risque que les opérateurs financiers perçoivent. Ce type d'analyse est conforme à celles de Brossard (1998) et d'Aglietta (2019) et prolongent celle de Minsky (1986). À partir des travaux de Batsch (1999) et d'Aglietta et Reberieux (2004), nous considérons en effet que le raisonnement de Minsky peut être prolongé pour tenir compte des comportements particuliers des entreprises qui adoptent le modèle de la gouvernance actionnariale – i.e. une gouvernance de type *shareholder*.

De ces derniers travaux, nous retenons d'une manière générale l'idée que l'impact de la sphère financière sur la sphère réelle peut être étudié à travers la maximisation de la rentabilité financière<sup>1</sup> et la réalisation d'un effet de levier par les dirigeants (comme le propose également par

---

1. Il s'agit du rapport entre, d'une part, le résultat net disponible après paiement de toutes les parties prenantes de l'entreprise, à l'exception des actionnaires et, d'autre part, les fonds apportés par les actionnaires ou fonds

exemple Lavoie (2015)), plutôt qu'à travers le versement et/ou l'encaissement de revenus financiers, comme le proposent Orhangazi (2008), van Treeck (2008) ou Tori et Onaran (2017). Nous tentons de démontrer en quoi la recherche d'un accroissement de la rentabilité financière dans le but de maximiser la valeur actionnariale conduit à la fois à la tendance dépressive de l'investissement sur le long terme et à une grande instabilité de ces mêmes dépenses – et par suite de l'activité économique et de l'emploi.

Sur le plan méthodologique, l'importance du principe de valorisation actionnariale dans les décisions d'investissement et de financement des entreprises nous amène à désigner le cycle de long terme dans lequel s'inscrit la croissance des entreprises depuis le début des années 1990 comme le « cycle financier d'investissement de la 'valorisation actionnariale' »<sup>2</sup>. Au sein de ce cycle financier d'investissement de la « valorisation actionnariale », nous distinguons quatre cycles financiers successifs de court terme, historiquement datés, qui sont responsables de quatre cycles d'investissement plus ou moins marqués selon les économies. Les deux premiers sont les plus évidents : le « cycle des valeurs technologiques », dont la phase ascendante prend place de 1996 (1993 pour les économies anglo-saxonnes) à 2000 et la phase descendante de 2001 à 2003 ; et le « cycle de la titrisation », dont la phase ascendante s'étale de 2004 à 2007 et la phase descendante de 2008 à 2009. Les suivants sont des cycles de reprise limitée, observables dans les comptes d'entreprise et moins identifiés dans la littérature. Leur amplitude n'est pas la même selon les économies. Les phases ascendantes et descendantes sont les suivantes : 2010-2011 et 2012-2015, puis 2016-2017 et 2018-2019. L'ensemble de ces cycles de court terme, bien que conservant leurs propres caractéristiques, obéissent à certains mécanismes similaires.

D'un point de vue empirique, nous étudions le comportement de croissance, l'ensemble des décisions stratégiques qui l'accompagnent et leur diversité en nous focalisant sur les grands groupes non financiers cotés aux indices suivants : *CAC All Tradable* (place de Paris), *DAX élargi* (place de Francfort), *S&P 500* (place de New-York), *FTSE 350* (place de Londres), *FTSE Italia* (place de Milan) et *IBEX élargi* (place de Madrid)<sup>3</sup>. Pour cela, nous procédons à une analyse descriptive et économétrique de données financières et de données comptables consolidées, provenant des bases de données Worldscope et Datastream pour la période 1993-2019 (Refinitiv, 2021). Le travail économétrique se concentre sur le comportement d'investissement productif et est fondé sur les principaux enseignements de notre analyse descriptive. Nous avons pour cela recours à l'estimateur GMM – *Generalised Method of Moments* – en système de Blundell et Bond (1998).

L'article est organisé comme suit. Nous présentons tout d'abord les fondements théoriques que nous retenons, permettant (i) de définir la notion de diversité des capitalismes et (ii) d'établir les différents liens possibles entre stratégies des entreprises et sphère financière, ainsi que deux de leur propres.

2. Certains auteurs qualifient également cette période historique – depuis 1990 – de période de domination de la finance de marché, ou encore de période néo-libérale (Stockhammer, 2012 ; Hein, 2013). Boyer (2013) évoque quant à lui une période de « retour des cycles financiers », corroborant ainsi notre thèse.

3. Si les autres indices sont assez connus, précisons que les indices *DAX élargi* et *IBEX élargi* sont des constructions propres à ce travail. Le *DAX élargi* inclut les 300 plus grandes capitalisations du *CDAX* qui regroupe lui-même l'ensemble des actions cotées et échangées à Francfort. L'indice *IBEX élargi* regroupe toutes les actions annoncées comme étant cotées par la BME, bourse espagnole.

conséquences majeures : la faiblesse à long terme de l'investissement productif et son instabilité à court terme. Nous mobilisons en ce sens la théorie de la régulation, des travaux de gestion et certains travaux post-keynésiens (section 1). Nous montrons ensuite par quelles médiations les exigences actionnariales conduisent les dirigeants des grandes entreprises de chacun des six pays étudiés à organiser à leur façon l'ensemble de leurs stratégies industrielle et financière autour de la maximisation de la valeur actionnariale (section 2). Nous complétons ce travail par la définition d'une équation d'investissement productif incluant des contraintes financières particulières, équation que nous testons ensuite pour chacun de nos échantillons à partir de l'estimateur GMM en système. Pour cela, nous distinguons les deux axes identifiés préalablement : les évolutions de court terme et de long terme (section 3).

## 1 Financiarisation, croissance et cycles financiers

De nombreux travaux ont été menés sur la financiarisation des stratégies d'entreprise, c'est-à-dire sur l'impact que les exigences des opérateurs financiers peuvent avoir sur les choix des directions d'entreprise. Au cours de cette section, nous tenterons d'explicitier les relations entre la sphère financière et la sphère réelle, puis de déterminer comment la première exerce une contrainte sur la seconde.

Nous traiterons la première question en étudiant l'évolution diverse des régimes d'accumulation du capital sous l'effet de la transformation de la gouvernance des entreprises (section 1.1). Cette transformation, au moins partielle, s'effectue vers une gouvernance de type *shareholder*, qu'il s'agisse des économies anglo-saxonnes, des économies d'Europe continentale ou des économies d'Europe du sud. Pour répondre à la seconde question, nous aurons notamment recours à des travaux de gestion, afin de préciser en quoi les stratégies industrielle et financière des entreprises peuvent s'en trouver bouleversées (section 1.2). Ces nouveaux comportements sont en grande partie à l'origine de la dimension dépressive du régime d'accumulation financiarisé et de la forte instabilité de l'activité économique par le biais de l'instabilité de la croissance des entreprises. C'est ce que nous montrerons respectivement dans les sections 1.3 et 1.4 en mobilisant principalement des travaux post-keynésiens.

### 1.1 Diversité des capitalismes et adaptation du modèle shareholder au sein des capitalismes occidentaux

Dans une démarche d'économie politique, appréhender le comportement des grandes entreprises dans des économies telles que la France, l'Allemagne, les États-Unis, le Royaume-Uni, l'Italie et l'Espagne, nécessite de se doter dans un premier temps d'un cadre théorique permettant de prendre la mesure des diversités des configurations institutionnelles propres à chacune de ces économies. Nous évoquerons ici deux corps théoriques dont cela constitue l'un des principaux objets : la théorie de la variété des capitalismes (VoC) et la théorie française de la régulation (TR).

La VoC est une théorie d'avantages institutionnels comparés selon laquelle chaque économie repose sur une combinaison d'institutions, cette combinaison étant coordonnée ou non par l'intermédiaire de l'État. [Hall et Soskice \(2001\)](#) identifient dans ce contexte deux catégories principales

d'économies, les économies coordonnées de marché (Allemagne, Japon) et les économies libérales de marché (États-Unis, Royaume-Uni). Les économies libérales reposent principalement sur les mécanismes de marché, notamment les marchés financiers, pour résoudre d'éventuels problèmes économiques. L'État joue au contraire un rôle essentiel dans la mise en place des institutions « performantes » dans les économies coordonnées ; au plan financier, le financement bancaire est primordial. [Hall \(2018\)](#) développe quant à lui l'idée d'une troisième catégorie d'économies qualifiées d'économies méditerranéennes de marché (Espagne, Italie et France). Elles correspondent selon la logique de la VoC à des économies de marché dont les États sont interventionnistes. Ceux-ci sont jugés capables de réguler la gouvernance des entreprises, mais nettement moins aptes à réguler les relations de travail. L'ensemble de ces combinaisons institutionnelles aurait tendance à se renforcer lorsque leur efficacité économique est mise en cause, empêchant ainsi tout rapprochement d'ensemble ([Amable, 2016](#)). Comme souligné par Amable, ce cadre théorique ne permet donc pas de comprendre l'évolution récente des économies non-libérales sous l'effet des « 3D » évoquées plus haut. De plus, comme l'indiquent [Stockhammer et Ali \(2018\)](#), la VoC souffre d'une analyse macroéconomique trop faible, du fait d'une certaine négligence du rôle de la finance et du côté demande du circuit économique.

Rappelons maintenant quelques grands principes de la TR. Selon ses auteurs, chaque économie dispose de son propre mode de régulation, le mode de régulation regroupant l'ensemble des dispositifs institutionnels qui conditionne le comportement des acteurs et sous-tend le régime d'accumulation du capital. En fonction des rapport de force sociaux, une hiérarchie s'établit entre les différentes formes institutionnelles, donnant forme à un mode de régulation particulier qui dépend à la fois de l'époque et du pays considéré ([Boyer, 2015](#)). De ce fait, les formes du capitalisme demeurent très diverses, en fonction du compromis institutionnel établi dans chaque pays et du régime d'accumulation qui conserve ses particularités ([Amable, 2005](#) ; [Boyer, 2015](#)). [Amable \(2005\)](#) propose à ce titre une classification que nous retiendrons ici à travers le capitalisme libéral de marché (États-Unis et Royaume-Uni), le capitalisme européen continental (Allemagne et France) et le capitalisme méditerranéen (Italie et Espagne).

Dans ce contexte, la montée en puissance de la finance de marché au cours des années 1980 dans l'ensemble des pays occidentaux modifie profondément le régime d'accumulation et notamment la gouvernance des entreprises ([Boyer, 2015](#) ; [Aglietta, 2019](#)). La notion de valeur actionnariale devient, dans ce cadre, l'objectif ultime d'un grand nombre d'entreprises cotées, sans que cela se produise de façon totalement uniforme.

Jusqu'au début du XX<sup>e</sup> siècle, les entreprises sont essentiellement dirigées selon le modèle du capitalisme familial, auquel s'ajoute progressivement le modèle du capitalisme fondé sur un actionnariat plus dispersé ([Berle et Means, 1932](#)). Dans ces deux cas, les dirigeants prennent une place déterminante dans la gestion de l'entreprise, en étant au cœur des choix décisionnels concernant tant l'organisation de la production, que les décisions d'investissement. Le mode de gestion des entreprises suit le modèle « partenarial », aussi appelé « *stakeholder* ». Ce modèle consiste à intégrer l'intérêt de toutes les parties prenantes du processus de production, c'est-à-dire

les actionnaires, les salariés et les fournisseurs, lorsque l'entreprise arrête ses choix stratégiques.

Au début des années 1980, les dirigeants vont progressivement renoncer à ce modèle de gouvernance pour le remplacer par le modèle « *shareholder* » qui, contrairement au modèle précédent, tient essentiellement compte de l'intérêt des actionnaires, à l'exclusion de l'ensemble des autres parties prenantes au processus de production (Jeffers et Plihon, 2001). Plus concrètement, la communauté des opérateurs sur les marchés financiers impose une contrainte forte aux entreprises qui correspond à la maximisation des « flux actualisés des dividendes futurs »<sup>4</sup>, ce qui revient à maximiser la valeur des titres financiers (Aglietta et Berrebi, 2007). En définitive, l'intérêt des actionnaires s'identifie à la maximisation de la valeur actionnariale.

Aglietta et Rebérioux (2004) désignent deux sources à l'origine de ce mouvement. La première correspond au développement et à l'internationalisation des fonds de pension anglo-saxons, notamment nord-américains, qui sont les principaux défenseurs de ce modèle au sein des entreprises dans lesquelles ils investissent. La seconde source porte sur l'essor de la théorie de l'agence qui soutient, voire légitime cette évolution d'un point de vue théorique (Jensen et Meckling, 1976).

Il n'en reste pas moins que les entreprises n'adoptent pas toutes ce modèle ou bien ne l'adoptent pas dans son intégralité. En d'autres termes, la convergence de la gouvernance dominante au plan national vers le modèle de gouvernance *shareholder* ne peut être complète (Charreaux, 2009). Selon ce dernier auteur, le système de gouvernance et son efficacité ne dépendent pas seulement des parties prenantes de l'activité de l'entreprise, mais aussi et surtout des institutions qui encadrent leurs actions : lois, réglementation des marchés, mécanismes formels comme le conseil d'administration ou mécanismes informels tels que le type de relations entre toutes les parties prenantes. Autrement dit, le modèle de gouvernance que les entreprises adoptent dans la pratique est de nature « systémique ». On assiste en revanche à une mutation de la gouvernance héritée du passé dans une majorité d'entreprises non anglo-saxonnes.

Jeffers et Plihon (2008) observent ainsi qu'en France, on assiste dans les années 1980 à la disparition des noyaux durs d'actionnaires – actionnaires majoritaires – et à l'apparition des investisseurs institutionnels anglo-saxons dans le capital des grandes entreprises. C'est pourquoi on observe par la suite une évolution de la gouvernance des entreprises en France vers un modèle de type dual, dans lequel certaines entreprises adoptent un mode de gestion proche du modèle *shareholder*, tandis que d'autres conservent un mode de gestion de type partenarial. Même en Allemagne, le contrôle de propriété a évolué vers une influence prépondérante des actionnaires sur la stratégie des firmes, notamment du fait du développement du marché boursier (Lantenois, 2010). Toutefois, la prépondérance des PME familiales en Allemagne (Mittlestand) et le rôle central des relations bancaires de long terme (Hausbank) limitent les conséquences de cette évolution (du Tertre et Guy, 2019).

Le cas du capitalisme méditerranéen est un peu moins connu en ce qui concerne la gouvernance des entreprises et leur évolution depuis deux décennies. Le nombre de sociétés cotées y reste faible malgré un accroissement au cours des dernières décennies et leur capital y est particulièrement concentré, c'est-à-dire possédé par un petit nombre d'actionnaires majoritaires. Ces

---

4. Aglietta et Berrebi (2007), p. 35.

actionnaires sont souvent des grandes familles, des banques ou encore l'État même si les privatisations nombreuses ont conduit à une réduction de ses participations. D'une manière générale, la protection des actionnaires minoritaires y est faible. Les participations croisées sont importantes en Italie (en net recul toutefois) et la place des investisseurs institutionnels étrangers, notamment aglo-saxons, est limitée dans ces deux économies. Ces derniers étant souvent reconnus comme force motrice de l'adoption de la maximisation de la valeur actionnariale par les dirigeants d'entreprise, on pourrait imaginer que les entreprises de ces économies sont peu touchées par cette évolution (Salento, 2016).

C'est pourtant bel et bien le cas, comme le montrent Forges Davanzati *et al.* (2019), Zatoni (2020) ou encore Zanardi et Zagieva (2021) pour l'Italie et García-Castro et Aguilera (2012) ou encore Losada et Ponomareva (2021) pour l'Espagne. Selon ces différents travaux, la place des investisseurs étrangers a largement progressé depuis les années 2000 dans ces économies, même si elle demeure limitée. L'harmonisation européenne du droit des sociétés et l'évolution des codes nationaux de bonne gouvernance vers les normes anglo-saxonnes constituent deux mouvements majeurs en faveur de cette évolution. Dès 1998 en Espagne et 1999 en Italie, des codes ont été rédigés en ce sens sous l'égide des sociétés boursières. Ces dernières les ont ensuite régulièrement modifiés dans le but d'amplifier le mouvement de convergence. Ces principes regroupent par exemple la séparation entre le rôle de PDG et de président du CA, la protection des actionnaires minoritaires, une forte transparence de l'information ou encore une rémunération des dirigeants indexée sur la rentabilité des entreprises.

Dans les faits, les dirigeants des grandes entreprises de ces économies semblent avoir adopté en grande partie ces principes et l'objectif de maximisation de la valeur actionnariale, même si la convergence n'est pas complète, loin s'en faut. García-Castro et Aguilera (2012) préfèrent ainsi parler d'une greffe sélective des pratiques anglo-saxonnes, soulignée également par Zatoni (2020) pour qui il demeure en Italie une importante dépendance au sentier des pratiques. Il explique ce phénomène par le maintien de grands blocs d'actionnaires familiaux qui conservent une grande partie du contrôle et des choix stratégiques. Santana-Martin et Diaz (2007) font des constats proches pour le cas de l'Espagne.

## 1.2 Effet de levier et financiarisation des stratégies industrielle et financière

Précisons maintenant notre acception de la notion de financiarisation des stratégies, notamment à partir de travaux de gestion. Une fois ces différentes stratégies définies, il nous faudra garder à l'idée que leur application ne peut se faire de façon totalement homogène d'une place financière à l'autre. Nous vérifierons plus tard dans quelle mesure elles sont appliquées et ce qui rapproche et distingue les économies nationales de ce point de vue.

La mutation de la gouvernance des entreprises conduit les dirigeants à privilégier l'intérêt des actionnaires et obtenir pour ce faire une augmentation de la valeur des titres (Aglietta et Reberieux, 2004). Pour cela, les dirigeants transforment en profondeur leurs stratégies de façon à augmenter au maximum la rentabilité financière à court terme  $RF$  grâce à l'effet de levier – c'est-à-dire le rapport entre, d'une part, le résultat net, ou profit net après paiement des intérêts et,



d'autre part, les fonds propres (voir l'encadré ci-dessous). En effet, le résultat net au numérateur de ce ratio inclut l'ensemble des flux financiers destinés aux actionnaires, c'est-à-dire d'une part, les dividendes et les rachats d'actions et, d'autre part, la part d'autofinancement qui permet de financer de nouveaux investissements notamment en facilitant l'accès à l'endettement ([Batsch, 1999](#)).

Ce flux permet de servir à la fois les intérêts à court et à long terme des actionnaires. Lorsque les dirigeants parviennent à obtenir une hausse de la rentabilité financière, les opérateurs financiers sont incités à réviser à la hausse leurs anticipations de profits. Tout en tenant compte avant tout de la confiance qui prévaut sur le marché des actions de l'économie considérée, ces opérateurs revoient alors à la baisse la prime de risque qu'ils exigent pour la détention d'actions, ce qui augmente la valeur de marché de ces dernières ([Commissariat général du Plan, 2002](#)).

C'est pourquoi la contrainte de valorisation de la richesse des actionnaires incite notamment les dirigeants à augmenter le financement par la dette. L'endettement permet d'améliorer la rentabilité financière à court terme, de diminuer la prime de risque des actions et d'augmenter leur valeur de marché, c'est-à-dire de *maximiser la valeur actionnariale*. L'ensemble des décisions prises pour accroître la rentabilité financière doit se traduire pour l'actionnaire par une élévation du *TSR (Total Shareholder Return)* qui rapporte la somme des dividendes et des plus-values sur actions à la valeur des actions à la période précédente.

Au final, on comprend que les prévisions de rendement des directions d'entreprise et des opérateurs financiers sont de nature différente, les premières étant d'ordre microéconomique, les secondes relevant également de considérations macroéconomiques et nationales ([du Tertre et Guy, 2019](#)). Cela aura une grande importance lorsque nous analyserons les liens entre les variables financières évoquées ici et l'investissement productif.

### Encadré

#### Différents niveaux de rentabilité et facteurs explicatifs de l'effet de levier

L'effet de levier qui est recherché par les directions d'entreprise à travers leurs stratégies de financement du capital immobilisé a pour objectif d'accroître la rentabilité financière dont bénéficient les actionnaires (en tant que propriétaires des fonds propres), par rapport au coût de l'endettement qui se traduit par le versement d'intérêts aux créanciers (rémunérant crédits bancaires ou dettes de marché). Cette différence de rendement se justifie *a priori* par une différence de risques pris par les détenteurs d'actifs financiers, mais l'appréciation portée dans la pratique sur l'importance que doit atteindre cette différence constitue un sujet éminent de controverse en finance.

L'effet de levier est obtenu à travers deux mécanismes :

- l'existence d'un écart entre le taux de rentabilité économique du capital total immobilisé dans l'entreprise et le taux d'intérêt moyen auquel sont rémunérées les dettes, ce qui permet de rétribuer les fonds propres à un taux de rendement supérieur au taux de rentabilité économique ;
- un taux d'endettement de l'entreprise auprès des créanciers, dont l'accroissement a pour conséquence, pour un taux moyen d'intérêt donné, d'alléger le coût de financement du capital et d'accroître ainsi la part du profit réalisé qui échoit aux actionnaires.

Pour mesurer cet effet au plan comptable, il convient de décomposer le profit de l'entreprise

selon les différentes formes de rémunération du capital et, par suite, selon la nature des capitaux engagés :

- le profit net ( $Pn$ ) de l'entreprise après impôts est réparti entre les créanciers qui perçoivent des intérêts ( $INT$ ) et les actionnaires qui détiennent le résultat net ( $Rn$ ), soit :  $Pn = INT + Rn$  ;
- le capital engagé se répartit, quant à lui, entre dettes financières ( $D$ ) et fonds propres ( $FP$ ).

En tenant compte des trois formes prises par le profit et les actifs en capital immobilisés à l'actif et au passif de l'entreprise, on distingue trois taux de rendement :

- ( $RE$ ) la rentabilité économique de l'entreprise rapporte le profit net total au capital total engagé, soit :  $RE = \frac{Pn}{D+FP}$  ;
- ( $r$ ) le taux d'intérêt moyen auquel l'entreprise a contracté ses dettes au cours du temps rapporte les intérêts versés au montant de ses dettes financières, soit :  $r = \frac{INT}{L}$  ;
- ( $RF$ ) sa rentabilité financière rapporte le résultat net aux seuls fonds propres, soit :  $rf = \frac{Rn}{FP}$ .

En utilisant les relations comptables définies ci-dessus, on obtient la formule de l'effet de levier qui détermine la rentabilité financière de l'entreprise :  $RF = RE + (RE - r) \frac{D}{FP}$

Cette formule permet d'isoler deux facteurs explicatifs dans l'effet de levier :

- ( $RE - r$ ) l'écart entre le taux de rendement économique du capital engagé et le taux d'intérêt implicite inhérent aux dettes financières de l'entreprise ;
- $\frac{D}{FP}$  le « levier » proprement dit qui résulte du taux d'endettement de l'entreprise rapportant le montant des créances aux fonds propres.

Notons enfin que le taux de profit brut  $R$  mobilisé plus loin, rapporte quant à lui le profit brut  $P$  au stock de capital engagé ( $D + FP$ ), soit  $P = Pn + Am$ , avec  $Am$  amortissement du capital. On a ainsi :

- $R = \frac{P}{D+FP}$
- $R = RE + \delta$ , avec  $\delta$  taux d'usure du capital.
- $R = \left( \frac{D}{D+FP} \cdot r + \frac{FP}{FP+D} \cdot RF \right) + \delta$

*Source : du Tertre et Guy (2009), modifications et ajouts pour les besoins du présent article.*

Pour assurer de façon concrète l'augmentation de la rentabilité financière et par la suite de la valeur des actions, les dirigeants adoptent une stratégie industrielle – combinaison de la stratégie de portefeuille d'activités, de la stratégie organisationnelle et de la stratégie concurrentielle – de plus en plus soumises aux objectifs de maximisation de la valeur actionnariale, comme le soulignent le [Commissariat général du Plan \(2002\)](#), [Stockhammer \(2012\)](#) et [Hein \(2013\)](#).

Depuis le début des années 1990, la stratégie de portefeuille a évolué vers un recentrage sur le cœur de métier de l'entreprise. Les entreprises limitent la diversification de leurs activités et ne conservent que les activités qu'ils considèrent comme étant à la fois le cœur de métier de l'entreprise et les plus rentables ([Haynes et al., 2003](#) ; [Colletis et al., 2007](#)). En parallèle, et de façon à réduire les risques économiques, les entreprises cherchent à acquérir des positions dominantes sur leurs marchés par le biais d'importantes opérations de fusion-acquisition (F&A) – c'est-à-dire de croissance externe ([Colletis et al., 2007](#) ; [Fligstein et Shin, 2007](#) ; [Fiebiger, 2016](#)). Ces opérations visent principalement à tirer profit des économies d'échelle ou des synergies entre les entités consolidées pour augmenter la rentabilité financière  $RF$  ([du Tertre et Guy, 2009](#)).

La stratégie organisationnelle se concentre sur la performance des actifs économiques. La financiarisation repose ici sur une grande sélectivité des investissements ([Hein, 2010](#) ; [Cordonnier](#)

*et al.*, 2015). Dans ce contexte, l'entreprise est amenée à externaliser des activités qui sont soit essentielles au fonctionnement de l'entreprise, mais non incluses dans le processus de production des biens finaux, soit très éloignées du marché final.

Enfin, la stratégie concurrentielle vise à augmenter le taux de marge de l'entreprise à travers des mesures de réduction des coûts. C'est pourquoi les dirigeants d'entreprise exercent une pression sur la part salariale qui permet de soutenir la rentabilité financière  $RF$ , y compris par la menace de délocalisations reposant en particulier sur la possibilité de F&A (Fiebiger, 2016). Ce faisant, selon Piluso et Colletis (2012) et Boyer (2013), les entreprises reportent partiellement le risque de production sur les salariés.

Le principe de la valorisation actionnariale transforme la stratégie d'entreprise dans sa dimension financière en plus de sa dimension industrielle. Premièrement, les dirigeants financent de nombreux projets de F&A par le biais de LBO – *leveraged buyouts* – (Batsch, 1999 ; Wray, 2016) et avoir recours à des pratiques du type dette mezzanine pour échapper aux contraintes imposées par les créanciers (Aglietta et Rebérioux, 2004). Le dernier axe de la stratégie financière concerne les rachats d'actions pour annulation comme le montre Lazonick (2015) dans le cas des États-Unis, que les dirigeants peuvent financer sur la base d'un surplus de trésorerie qu'ils souhaitent redistribuer ou encore d'un endettement. Ces rachats permettent de réduire les fonds propres engagés et relèvent de fait d'un désinvestissement. La rentabilité financière  $RF$  augmente alors parallèlement à l'augmentation du levier d'endettement au sens strict ( $\frac{D}{FP}$ ).

### 1.3 La tendance dépressive de la croissance interne dans un contexte de financiarisation

L'une des conséquences majeures de cette financiarisation des stratégies tient à son impact négatif sur l'accumulation de capital fixe à long terme, c'est-à-dire la croissance interne des entreprises. Comme le résumant Orhangazi (2008) ou Davis (2017)<sup>5</sup>, les travaux post-keynésiens retiennent pour l'essentiel deux stratégies de satisfaction des attentes des actionnaires à l'origine de cette dimension dépressive : (i) la redistribution la plus élevée possible du *cash-flow* sous forme de paiement de dividendes et de rachat d'actions (Lazonick, 2015) ; et (ii) l'acquisition d'actifs financiers (Stockhammer, 2004).

Une première série d'études s'intéresse donc au lien spécifique entre les paiements de revenus financiers et la croissance des entreprises au niveau macroéconomique (van Treeck, 2008 ; Onaran *et al.*, 2011). Le raisonnement repose sur l'idée qu'une augmentation des flux financiers versés (dividendes, intérêts ou encore rachats d'actions), qui traduit une hausse du coût du capital, pénalise en conséquence la croissance interne (Duménil et Lévy, 2004 ; Cordonnier *et al.*, 2015). Ainsi, dans le contexte du régime d'accumulation financiarisé et comme le soulignent Lazonick et O'Sullivan (2000), les dirigeants d'entreprise doivent se conformer au principe de *downsize and distribute* : réduire l'actionnariat et distribuer le plus de dividendes possible. Cette stratégie est à l'opposé de celle suivie au cours des décennies précédentes, au cours desquelles la croissance de l'entreprise et le réinvestissement des profits étaient privilégiés.

Selon une autre série d'études dont une partie recoupe la première, les entreprises sont dé-

---

5. Davis (2017) propose une revue de littérature très complète sur ces questions.

sormais impliquées stratégiquement sur les marchés financiers, agissant comme des gestionnaires de portefeuille (Crotty, 2000). Les dirigeants d'entreprises cherchent à la fois à la fois à obtenir des revenus financiers (intérêts et dividendes reçus) pour augmenter le profit global et à acquérir certaines participations pour les revendre rapidement et obtenir des plus-values. Cette logique se retrouve dans les études d'Orhangazi (2008), van Treeck (2008), Cordonnier *et al.* (2015) et Davis (2017). Par exemple, Orhangazi (2008) met en évidence, au niveau microéconomique et pour des entreprises nord-américaines, un lien négatif entre l'acquisition de capital fixe et les revenus issus des placements financiers des entreprises.

Nous rejoignons entièrement ces auteurs sur le lien de cause à effet qu'ils établissent entre la financiarisation des stratégies et la faiblesse de l'investissement productif. Il faut d'ailleurs ajouter, à l'instar de certains d'entre eux, que la pression exercée sur la part salariale génère un manque de débouchés pour les entreprises et des difficultés de bouclage du régime d'accumulation. Toutefois, compte tenu des enseignements des travaux de gestion présentés à la section précédente, ces analyses fondamentales doivent selon nous être étendues pour rendre pleinement compte du phénomène de financiarisation des stratégies.

Les stratégies des dirigeants d'entreprise dans le contexte du capitalisme néolibéral visent à obtenir un effet de levier qui maximise la rentabilité financière – et par suite la valeur des actions – (du Tertre et Guy, 2018, 2019), au-delà donc du paiement de dividendes et des rachats d'actions. Par ailleurs, les placements financiers des entreprises ne sont pas uniquement destinés à obtenir des revenus financiers ou des gains en capital à court terme (Batsch, 1999 ; Fiebiger, 2016). Les investissements financiers relèvent également de stratégies de croissance externe qui font alors partie intégrante de la stratégie d'effet de levier des dirigeants, notamment en ce qui concerne la production à bas coût dans les pays émergents ou la pénétration de nouveaux marchés.

Cette série de considérations nous conduit à étudier les conséquences dépressives du régime d'accumulation financiarisé à travers la maximisation de la rentabilité financière à la fois dans notre étude descriptive et économétrique. C'est également l'une des solutions proposées par Dallery (2009) et Lavoie (2015). Ce faisant, nous intégrons dans notre raisonnement l'ensemble des stratégies évoquées jusqu'ici : augmentation des dividendes versés ; revenus financiers et plus-values perçus dans le cadre de participations minoritaires ; profits relevant de la croissance externe (enregistrés par consolidation partielle ou intégrale) ; autofinancement dégagé autorisant un accroissement de l'effet de levier et des rachats d'actions ; levier financier au sens strict permettant de financer des fusions-acquisitions, des participations minoritaires et des rachats d'actions.

#### **1.4 Cycles financiers minskyens et valorisation actionnariale**

Nous soutenons par ailleurs l'idée selon laquelle l'adoption du principe de valorisation actionnariale par les dirigeants des grandes entreprises a conduit au retour de cycles financiers d'investissement successifs proches du cycle décrit par Minsky (1986). Cependant les exigences des actionnaires propres au régime d'accumulation financiarisé impliquent, pour les dirigeants d'entreprise, l'obtention d'un rendement minimum et non plus seulement la meilleure perfor-

mance possible compte tenu des ressources disponibles (Morin, 2013). De ce fait, le modèle d'investissement de Minsky doit être enrichi pour prendre en compte la réorganisation de la gestion des entreprises qui résulte de cette évolution.

Cette idée a été explorée par de précédents travaux post-keynésiens, par exemple par Kregel (2008), Wray et Tymoigne (2008), Wray (2009, 2016) et Ryoo (2016). Ces auteurs ont notamment montré comment la crise de 2008 peut être interprétée à la lumière des enseignements de Minsky, compte tenu de la place des innovations financières ainsi que de l'importance de l'effet de levier initialement recherché par les opérateurs financiers sur le marché des *subprimes*. De ces travaux, nous retenons de nombreux enseignements tels que : la recherche du rendement total le plus élevé possible – dividendes et plus-values – au sein du *Money Manager Capitalism* décrit par Minsky, par le biais d'un effet de levier maximal ; l'importance accordée à l'instabilité du capitalisme financier ; et l'emballement des projets de croissance externe des entreprises dans la phase ascendante des cycles financiers par le biais d'acquisitions par effet de levier.

Ces auteurs se concentrent toutefois essentiellement sur le secteur financier et/ou sur le comportement des ménages. Pour montrer en quoi la gestion des entreprises influencée par la sphère financière joue un rôle particulier au cours du cycle financier de « valorisation actionnariale », revenons brièvement au modèle d'investissement de Minsky et rappelons le rôle crucial dans ce cadre de l'effet de levier recherché par les gestionnaires d'entreprises. Nous montrerons ensuite comment la notion de financiarisation des stratégies peut parfaitement s'inscrire dans cette logique.

Dans ce modèle, un boom financier peut naître d'une sous-estimation du risque sous-jacent aux projets d'un secteur prometteur. Dans ce contexte, les opérateurs financiers revoient à la baisse les primes de risque qu'ils exigent sur leurs fonds. Les écarts de taux d'intérêt reculent, ainsi que le taux de rendement attendu par les actionnaires pour un niveau de risque donné. Les dirigeants d'entreprises en profitent pour augmenter leur acquisition de nouveaux actifs en capital fixe par endettement. Par conséquent, la fragilité financière des entreprises augmente au cours des phases d'emballement sur les marchés financiers. Tant que les prix des actifs financiers augmentent, la revalorisation des collatéraux dissimule la fragilité financière des emprunteurs aux yeux des opérateurs financiers et conduit ces derniers à sous-estimer le risque sous-jacent.

Au plus haut du cycle, lorsqu'un événement, quelle que soit sa forme, révèle la fragilité des bilans des entreprises<sup>6</sup>, un renversement des anticipations des opérateurs financiers se produit (Brossard, 1998 ; Wray et Tymoigne, 2008). Les créanciers revoient à la hausse leurs taux d'intérêt et les actionnaires exigent un taux de rendement plus élevé. Ces deux effets impliquent une baisse de la croissance interne, puis du profit global. En outre, le refinancement de la dette par de nouveaux emprunts devient de plus en plus coûteux. La baisse des profits, combinée à l'augmentation des coûts de refinancement, contraint de nombreuses entreprises à se désendetter et pour ce faire à réduire avant tout leurs investissements (Koo, 2018). Cette tendance à la baisse des investissements implique à son tour une baisse globale des profits, ce qui, selon un cercle vicieux, complique encore le désendettement.

---

6. On peut montrer, à partir de la notion d'événement systémique (de Bandt *et al.*, 2009), que ce renversement se produit de manière endogène dans le cycle financier.

Dans le cadre du régime d'accumulation financiarisé, le mécanisme d'emballlement de l'investissement qui suit celui des marchés financiers est proche de celui qui est décrit à travers le modèle de Minsky. Il convient d'ajouter que la financiarisation de la stratégie industrielle de l'entreprise implique une extension de l'emballlement de la croissance des entreprises en phase ascendante des cycles financiers aux projets de croissance externe (Minsky, 1996 ; Wray, 2009). Lorsqu'ils sont financés par endettement, ces projets constituent une possibilité d'accroissement du rendement pour l'actionnaire dont les dirigeants d'entreprise profitent. Ce type de stratégie favorise par conséquent le développement de la fragilité financière des entreprises.

Lors du retournement des marchés financiers, la contrainte qui découle du principe de la valeur actionnariale génère des difficultés supplémentaires à celles que le modèle minskyen décrit. Les dirigeants d'entreprise, tenus de favoriser l'intérêt de l'actionnaire, sont conduits à utiliser une partie de la trésorerie disponible pour soutenir le cours des actions qui chute sur les marchés boursiers. Les rachats d'actions destinés à soutenir la rentabilité financière, ainsi que le versement de dividendes, ponctionnent le profit qui doit être en théorie tourné vers le remboursement de la dette.

En résumé, la probabilité de cycles financiers d'investissement de grande ampleur est accentuée dans le régime d'accumulation financiarisé par trois facteurs principaux : (i) la recherche par les dirigeants d'entreprise de toute opportunité d'amplification de l'effet de levier ; (ii) l'importance des opérations de croissance externe que les entreprises financent si possible par endettement ; et (iii) la stratégie des entreprises en phase descendante de cycle qui ne vise pas uniquement à assurer la pérennité de l'entreprise, mais aussi à soutenir le cours des actions émises.

## **2 Cycle financier de la valorisation actionnariale et stratégies des grandes entreprises en France, Allemagne, États-Unis, Royaume-Uni, Espagne et Italie**

Nous retenons de la section qui précède trois grands axes de réflexion : la diversité des capitalismes occidentaux qui s'accompagne en particulier du maintien d'une certaine différenciation dans la gouvernance des grandes entreprises en dépit de rapprochements importants ; la dimension dépressive du régime d'accumulation financiarisé ; et enfin l'instabilité majeure du cycle financier propre à ce régime. Nous procédons dans la section 2.2 à une analyse descriptive du comportement des grands groupes pour vérifier dans les faits l'ensemble de ces enseignements. Au préalable, nous présentons les grandes lignes et les particularités de l'échantillon auquel nous avons recours (section 2.1).

### **2.1 Un cadre comptable particulier**

Nous utilisons des données de comptabilité privée pour analyser la stratégie des grands groupes non-financiers. Le premier intérêt d'un recours aux comptes consolidés, par opposition aux données de comptabilité nationale, est de considérer d'emblée les groupes d'entreprises dans

leur entièreté. Cela permet d'éviter tout double compte dans les flux comme dans les stocks, dus aux détentions de filiales. De plus, cela conduit à appréhender l'activité d'une entreprise directement au niveau international. De cette façon, les stratégies de croissance peuvent être étudiées dans leur ensemble.

Le deuxième intérêt vient de la possibilité de distinguer, dans les modalités de financement de l'investissement, le financement par capitaux propres et le financement par emprunt pour l'ensemble de la période. Cette possibilité est très intéressante, car elle permet d'examiner la contrainte financière résultant de la suprématie de la finance de marché sur la finance bancaire à l'ère du régime d'accumulation financiarisé (du Tertre et Guy, 2018)<sup>7</sup>.

Le troisième et dernier intérêt est d'appréhender le comportement de croissance uniquement pour les plus grandes entreprises cotées, entreprises concernées au premier chef par les exigences actionnariales. Par recoupement avec des analyses portant sur données de comptabilité nationale, cela doit permettre de comprendre ensuite comment chaque régime national d'accumulation s'adapte à ce contexte en particulier à travers une évolution du comportement du reste du tissu industriel (PME).

L'échantillon étudié, à partir des données de la base [Refinitiv \(2021\)](#), est établi selon les sociétés non financières cotées aux *CAC All Tradable*, *DAX élargi*, *S&P 500*, *FTSE 350*, *FTSE Italia* et *IBEX élargi* au 1<sup>er</sup> septembre 2021. Ces entreprises sont retenues quelles que soient leurs dates d'admission dans l'indice au cours de la période d'étude, c'est-à-dire entre 1993 et 2019<sup>8</sup>. Suivant cette règle et avant tout cylindrage des données et autres retraitements au cas par cas, l'échantillon global comprend respectivement 232 groupes pour la France, 233 pour l'Allemagne, 392 pour les États-Unis, 204 pour le Royaume-Uni, 106 pour l'Italie et 159 pour l'Espagne. La période d'étude couvre donc la période de domination de la finance de marché. Notons à ce stade la taille relativement faible des échantillons italiens et espagnols, qui est due au plus petit nombre d'entreprises cotées sur les places financières correspondantes.

Il convient de préciser que certains groupes – les têtes de groupe – appartenant à cet échantillon détiennent la majorité des capitaux propres de certains autres groupes également inclus dans les indices retenus ici. Dans ce cas, les groupes possédés ont été retirés préalablement afin d'éviter des doubles-comptes<sup>9</sup>. Par ailleurs, pour exclure les valeurs extrêmes et inhabituelles, qui sont rares et propres à un petit nombre de groupes, nous éliminons un certain nombre de données qui sont considérées comme non significatives dans notre échantillon (uniquement dans le cas où nous ne raisonnons pas sur un échantillon cylindré). Plusieurs problèmes peuvent en effet se poser. En particulier, les fonds propres peuvent s'effondrer sur une année donnée, en raison d'un résultat net exceptionnellement très fortement négatif. Une conséquence particulière

---

7. En particulier, la décomposition des engagements financiers n'est disponible pour la France qu'à partir de 1996 dans les comptes nationaux et pose des problèmes de consolidation.

8. Le dernier exercice comptable approuvé au moment de la collecte des données est 2020. Toutefois compte tenu de la crise sanitaire qui prend place au cours de cette année, nous l'excluons de notre analyse. Cette crise ouvre bien entendu une période particulière dont les nombreuses et profondes conséquences nécessiteront une analyse approfondie et sur plusieurs années dans le futur.

9. À ce titre, 10 groupes sont éliminés pour le *CAC All Tradable*, 12 pour le *DAX élargi*, 1 pour le *S&P 500*, 8 pour le *FTSE Italia* et aucun pour le *FTSE 350* et l'*IBEX élargi*.

peut être un levier financier au sens strict  $\frac{D}{FP}$  et une rentabilité financière  $RF$  anormalement élevés en valeur absolue.

Pour résoudre ce problème, nous procédons comme le font par exemple [Carpenter et Guariglia \(2008\)](#) et comme proposé par [Tufféry \(2017\)](#) : nous supprimons les observations qui sont inférieures au 2,5<sup>e</sup> percentile et supérieures au 97,5<sup>e</sup> et ce par année étudiée. Cette méthode standard correspond graphiquement à la détection des valeurs extrêmes par la construction d'une boîte de Tukey<sup>10</sup>.

Pour terminer cette présentation des échantillons, quelques éléments supplémentaires portant sur les données utilisées sont nécessaires à la compréhension du choix des variables dans les sections qui suivent. Ces données sont issues des bilans, des tableaux de flux de trésorerie et des comptes de résultat consolidés des groupes. En raison de la façon dont sont construits les comptes consolidés, ces données ne peuvent pas être cohérentes en termes de stock et de flux. Cela conduit à certains choix dépendant de ces règles de construction. En particulier, les données relatives aux investissements productifs et financiers retenues ici proviennent des tableaux de flux de trésorerie, or comme leur nom l'indique, ce type de compte ne comprend que les opérations qui donnent lieu à des flux de trésorerie. Cela signifie que par exemple, les opérations de fusion-acquisition financées par émission d'actions – ou offres publiques d'échange (OPE) – sont exclues de telles données, tout comme les investissements productifs financés par location-financement. Il n'est pour autant pas possible de retenir les variations de bilan pour mieux étudier ces comportements.

Pour le comprendre, il faut savoir par exemple que lorsqu'un groupe lance une opération de F&A, il enregistre une variation du périmètre de consolidation au bilan consolidé. Dans ce cas, le stock d'actifs physiques et financiers de la société acquise est inscrit à l'actif du bilan, pondéré par la part acquise des fonds propres de la société cible. Il est alors impossible de distinguer la croissance externe et la croissance interne dans les variations de stock d'actifs du bilan de la société mère. C'est pourquoi nous ne retenons que les flux d'investissement issus des tableaux de flux de trésorerie qui, dans ce contexte, demeurent les plus pertinentes pour notre étude.

## 2.2 Cycles financiers d'investissement, croissance et différenciation nationale du comportement des groupes

Nous pouvons mettre en évidence un certain nombre des réflexions théoriques de la section 1 en étudiant les stratégies spécifiques des grands groupes cotés depuis les années 1990, dans les contextes très divers des capitalismes libéral de marché, d'Europe continentale et méditerranéen.

Pour cela, nous agrégeons leurs comptes consolidés, créant ainsi une « grande entreprise fictive » dont le comportement refléterait le comportement moyen de toutes les entreprises de la base de données<sup>11</sup>. En suivant cette méthode, nous sommes conscients que nous ignorons l'hété-

---

10. Les statistiques descriptives de ces variables, avant et après ajustements, sont présentées en annexe.

11. Pour mener une analyse descriptive qui soit lisible, nous sommes contraints d'éliminer ici quelques groupes supplémentaires des échantillons initiaux du fait d'opérations de fusions-acquisitions particulièrement importantes et à contre-courant du reste de l'échantillon, ou encore du fait de cessions d'un montant considérable. Il résulte de ces événements des mouvements d'investissement totaux, et parallèlement d'endettement ou de désendettement d'une telle ampleur, qu'elle masque totalement toute autre évolution dans l'échantillon, empêchant ainsi une analyse globale pertinente. Nous éliminons de ce fait 7 groupes pour le *CAC All Tradable*, 5 pour le *DAX élargi*, un pour le *FTSE 350* et autant pour l'*IBEX élargi*. Ces groupes sont en revanche conservés dans l'analyse



rogénéité des entreprises et la nécessité de remettre en question certaines conclusions en faisant apparaître des sous-groupes basés sur leur secteur spécifique. Nous tiendrons compte de la question sectorielle à travers l'analyse économétrique de ces données en panel.

La financiarisation des stratégies industrielle et financière est à l'origine d'une modification de la répartition du profit net au bénéfice des actionnaires. Pour le percevoir pleinement, nous reportons la décomposition comptable de l'effet de levier<sup>12</sup> des groupes de nos échantillons dans le graphique 1. Cet ensemble de graphique nous permet également de définir les cycles conjoncturels sur lesquels nous raisonnons. Comme pressenti au plan théorique, ces stratégies participent à une augmentation cyclique de la rentabilité financière  $RF$  grâce au renforcement du levier financier et, à plus long terme, à un accroissement tendanciel de l'écart entre la rentabilité financière  $RF$  et la rentabilité économique  $RE$  pour presque toutes les places financières.

Au plan des évolutions cycliques en effet, nous observons que la rentabilité financière augmente fortement au milieu des années 1990 sur l'ensemble des places financières, puis elle en fait globalement de même au cours des périodes 2004-2007, 2010-2011 et 2016-2017. Il existe quelques décalages d'une économie à une autre : notre objectif est de définir des grandes phases conjoncturelles, ascendantes et descendantes, qui soient à peu près communes à l'ensemble. Cet objectif ne peut bien entendu être parfaitement atteint. Ensuite, nous notons que par quatre fois, ce ratio connaît une baisse au moment où les marchés boursiers se retournent du fait de crises profondes en 2001-2003 et 2008-2009, ou marquent le pas en 2012-2015 et 2018-2019. Comme anticipé, le recours à l'effet de levier augmente pendant chaque phase de hausse du marché financier, reposant sur l'augmentation graduelle et kaleckienne du taux de profit ou rentabilité économique  $RE$ , sur la baisse régulière du taux d'intérêt apparent et sur la hausse du levier financier au sens strict  $\frac{D}{FP}$ , dans le contexte d'une envolée de la confiance sur les marchés financiers. À l'inverse, lors des phases de baisse sur les marchés financiers, les difficultés de refinancement et la diminution de la rentabilité économique  $RE$  obligent les entreprises à se désendetter. La chute des profits et la réduction du ratio de levier  $\frac{D}{FP}$  impliquent une baisse massive de la rentabilité financière  $RF$ .

À long terme, on note qu'il existe un écart important entre les niveaux de rentabilité financière atteints par les groupes anglo-saxons (autour de 20% en moyenne) et les groupes d'Europe continentale (aux environs de 10%). Les groupes méditerranéens se situent de ce point de vue sur un plan intermédiaire, avec une rentabilité financière de 14 % en moyenne. Cet état des lieux nous donne une idée des attentes des actionnaires et des réponses apportées par les dirigeants d'entreprise à ce titre.

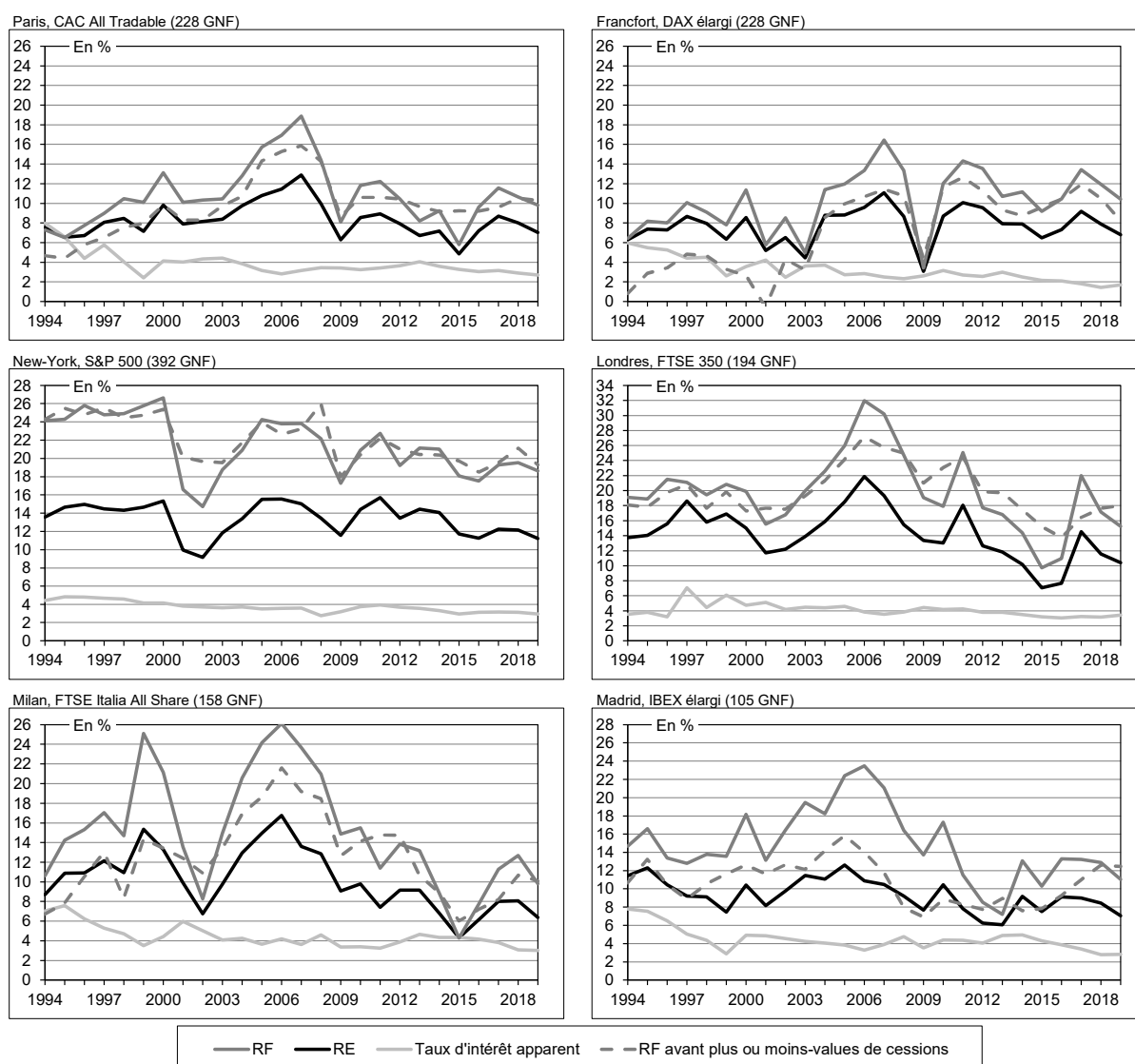
Les groupes anglo-saxons ont recours pour cela à un effet de levier nettement supérieur aux autres, fondé en particulier un écart de taux considérable entre la rentabilité économique et le taux d'intérêt apparent sur la dette, cet écart de taux constituant le premier facteur explicatif de l'effet de levier. Il se situe autour de 10 points pour les groupes cotés à New-York et à Londres,

---

économétrique qui suit.

12. Voir l'encadré de la section 1.2 pour une explication détaillée.

GRAPHIQUE 1 – Les fluctuations de l'effet de levier des grands groupes non financiers cotés (1993–2019)



Source : Refinitiv (2021), échantillons non cylindrés, calculs de l'auteur.

alors qu'il est en moyenne autour de 5 points pour les entreprises italiennes et espagnoles et de 4 et 5 points pour les entreprises françaises et allemandes. Les taux d'intérêts ne jouent un rôle particulier que dans le cas des places méditerranéennes où ils sont légèrement plus élevés qu'ailleurs, réduisant de ce fait l'effet de levier.

Pour parvenir à une rentabilité financière aussi élevée au final, les groupes américains ont aussi recours à un taux d'endettement sur fonds propres considérable (plus de 80% sur la période contre 60% pour les groupes britanniques), taux qui constitue le second facteur explicatif de l'effet de levier. C'est d'ailleurs sur cette stratégie de financement que comptent également les groupes méditerranéens, avec un taux d'endettement de 90 à 110% pour parvenir à satisfaire leurs actionnaires. À ce titre, il faut noter que la relative faiblesse de la rentabilité financière des groupes d'Europe continentale tient non seulement à un écart de taux faible, mais également à un taux d'endettement limité, légèrement en dessous de 60%.

Au-delà de la dimension financière de la stratégie des groupes, nous pouvons étudier les acquisitions de participations minoritaires en vue de réaliser des plus-values qui constituent l'un des axes potentiels de la financiarisation des stratégies industrielles. La rentabilité financière avant plus ou moins-values de cessions, reportée dans ce graphique, nous montre que ces stratégies sont diversement utilisées selon les places financières. Pratiquement absentes en France, aux États-Unis et au Royaume-Uni compte tenu de la proximité entre ce ratio et la rentabilité financière  $RF$  (qui intègre ces plus ou moins-values), elles semblent en revanche prégnantes en Espagne sur toute la période et l'ont été en Allemagne et en Italie au moins jusqu'à la crise des *subprimes*.

Les phases haussières et baissières sur les marchés financiers que nous étudions impliquent une accélération de la croissance interne comme des investissements financiers – qui incluent à la fois les F&A et l'acquisition de participations minoritaires. Comme nous pouvons le voir dans le graphique 2, il existe une certaine corrélation entre ces deux modalités d'investissement, d'une part, et la variation des indices boursiers correspondants, d'autre part. Nous décrivons ces comportements d'investissement<sup>13</sup> à partir des contributions de chacun de ces types d'investissement à l'investissement total. L'entrée de groupes dans l'indice boursier pouvant perturber l'analyse des évolutions de flux, nous travaillons ici avec un échantillon cylindré. En d'autres termes, nous ne retenons que les entreprises pour lesquelles des données sont disponibles sur l'ensemble de la période étudiée.

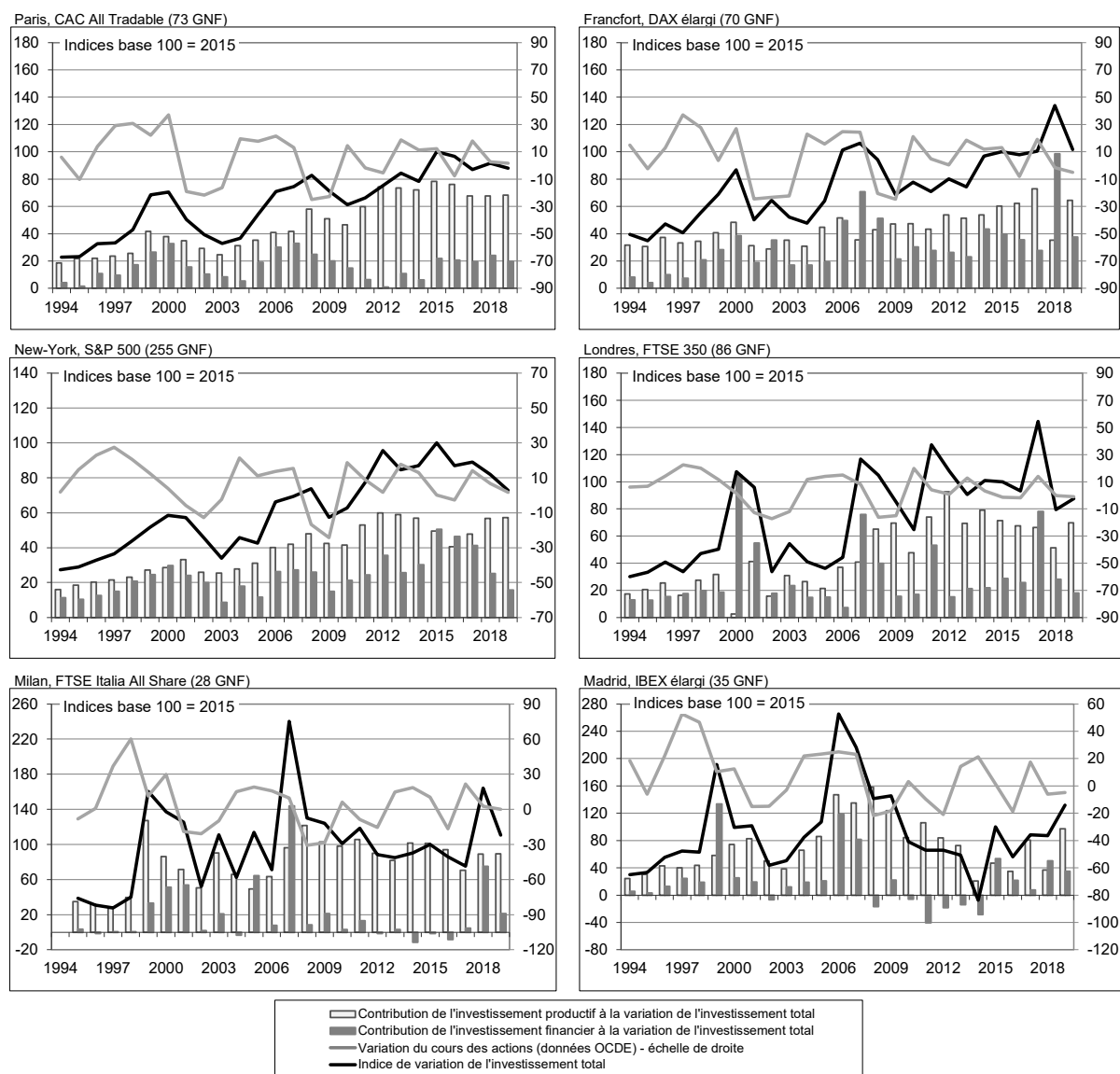
On observe partout une accélération significative de l'accumulation de capital fixe sur la période 1996-2000, qui se répète de façon plus ou moins vive sur la période 2004-2008, après un recul provoquée par l'éclatement de la « bulle technologique » en 2001-2002. À la lumière de ce graphique, on peut également confirmer que la contrainte de maximisation de la valeur actionnariale stimule l'investissement financier, notamment la croissance externe. Les deux modes de croissance se cumulent pendant la phase ascendante du cycle et s'effondrent parallèlement pendant les phases descendantes au cours desquelles les entreprises doivent se désendetter. En d'autres termes, le cycle financier façonne le cycle d'investissement, car les dirigeants d'entreprise cherchent à répondre aux attentes des actionnaires.

Au cours du cycle conjoncturel suivant, identifié ci-dessus par le retour à la hausse des différentes formes de rentabilité, on retrouve des phénomènes proches pour les entreprises des économies libérales de marché et d'Europe continentale. L'interprétation est toutefois plus complexe. La reprise de 2010-2011 sur les marchés financiers s'accompagne d'une reprise de l'investissement productif et financier – à l'exception notable de l'investissement financier qui tarde à repartir en France. La phase descendante du cycle conjoncturel de 2012-2015 s'accompagne en revanche d'une chute des marchés financiers en 2012, puis d'une nouvelle reprise progressive. Les décisions d'investissement semblent quant à elles marquées par le retournement financier de 2012 et amorcent une phase descendante par la suite. Ce cycle conjoncturel conduit par ailleurs à des

---

13. Ces données sont issues des tableaux de flux de trésorerie et ne mesurent donc que les opérations donnant lieu à des dépenses de trésorerie. Elles sous-estiment donc les montants engagés dans ces opérations (cf. section 2.1).

GRAPHIQUE 2 – Les contributions de l’investissement productif et de l’investissement financier à la variation de l’investissement total des grands groupes non financiers cotés (1993–2019)



Source : Refinitiv (2021), échantillons cylindrés, calculs de l’auteur.

comportements particuliers dans le cas des entreprises des économies méditerranéennes, *a priori* dus à la profondeur de la crise des *subprimes*. L’investissement productif y connaît un recul plus ou moins marqué depuis cette crise et jusqu’en 2015-2016 et l’investissement financier est alors au plus bas. Ces évolutions sont parallèles à la reprise très saccadée des marchés financiers dans ces économies. En d’autres termes, on observe alors seulement une légère reprise conjoncturelle en termes de profits suivie d’un nouveau recul, variations que l’on ne retrouve pas dans l’évolution de l’investissement.

Enfin, au cours du dernier cycle conjoncturel qui s’étale de 2016 à 2019, l’investissement financier connaît de nouvelles phases d’emballement, puis de recul en Allemagne, en Italie, au Royaume-Uni et aux États-Unis. Il stagne en France et augmente globalement en Espagne au long de la période. L’investissement productif rencontre à la fois une phase haussière et baissière

en Allemagne et connaît une hausse tendancielle aux Etats-Unis et en Espagne. Il stagne en France, en Italie, et au Royaume-Uni.

D'une manière générale, les dépenses effectuées sous forme d'investissements financiers ont une importance considérable par rapport aux dépenses d'investissements productifs. Toutefois, il convient là encore de distinguer différents cas. Ce constat est flagrant pour les entreprises anglo-saxonnes et, plus étonnant, c'est également le cas pour les entreprises allemandes. Dans ces économies, ces dépenses contribuent à plus de 40% à l'indice de l'investissement total. En revanche, dans les économies méditerranéennes comme en France, cette contribution est plus faible, entre 20 et 25%. Il semble surtout que depuis la crise des *subprimes*, les dirigeants d'entreprise aient mis de côté ce type de projets avant un retour en fin de période. Il n'en reste pas moins que leur importance ne manque pas d'interroger quant à l'impact négatif qu'elle peut avoir sur les projets de croissance interne, sources de création d'emplois.

TABLEAU 1 – Le résultat net et le financement de l'investissement des grands groupes non financiers cotés par cycles conjoncturels (1993–2019)

	Paris, CAC All Tradable (73 GNF)				New-York, S&P 500 (255 GNF)				Milan, FTSE Italia All Share (28 GNF)			
Flux annuels en % du passif du bilan	1996-2003	2004-2009	2010-2015	2016-2019	1994-2003	2004-2009	2010-2015	2016-2019	1996-2003	2004-2009	2010-2015	2016-2019
<b>Profit net</b>	<b>5.7</b>	<b>7.3</b>	<b>5.1</b>	<b>5.5</b>	<b>10.6</b>	<b>11.6</b>	<b>11.9</b>	<b>10.3</b>	<b>7.7</b>	<b>9.5</b>	<b>5.7</b>	<b>5.6</b>
Charges d'intérêt	1.4	1.3	1.2	1.0	2.1	1.4	1.3	1.4	2.3	1.9	2.0	1.8
<b>Résultat net</b>	<b>4.3</b>	<b>6.0</b>	<b>3.9</b>	<b>4.5</b>	<b>8.5</b>	<b>10.1</b>	<b>10.6</b>	<b>8.9</b>	<b>5.4</b>	<b>7.5</b>	<b>3.7</b>	<b>3.8</b>
– Dividendes	1.5	2.6	2.5	2.3	2.7	3.1	3.5	4.1	2.4	4.3	2.6	2.4
– Rachat d'actions		0.0	0.1	0.2	1.5	3.5	3.8	4.2				
– Désendettement				0.2							0.6	
<b>Autofinancement net</b>	<b>2.8</b>	<b>3.5</b>	<b>1.3</b>	<b>1.8</b>	<b>4.2</b>	<b>3.5</b>	<b>3.2</b>	<b>0.6</b>	<b>3.0</b>	<b>3.2</b>	<b>0.5</b>	<b>1.3</b>
+ Emission d'actions	0.0								0.5	0.5	0.0	0.0
+ Endettement	1.4	0.6	0.3		1.4	0.2	1.1	1.5	1.9	2.0		0.4
<b>Investissement net</b>	<b>4.3</b>	<b>4.0</b>	<b>1.7</b>	<b>1.8</b>	<b>5.6</b>	<b>3.7</b>	<b>4.3</b>	<b>2.0</b>	<b>5.4</b>	<b>5.7</b>	<b>0.5</b>	<b>1.8</b>

	Francfort, DAX élargi (70 GNF)				Londres, FTSE 350 (86 GNF)				Madrid, IBEX élargi (35 GNF)			
Flux annuels en % du passif du bilan	1996-2003	2004-2009	2010-2015	2016-2019	1994-2003	2004-2009	2010-2015	2016-2019	1996-2003	2004-2009	2010-2015	2016-2019
<b>Profit net</b>	<b>4.7</b>	<b>6.4</b>	<b>6.3</b>	<b>4.8</b>	<b>10.1</b>	<b>12.8</b>	<b>10.4</b>	<b>8.2</b>	<b>8.6</b>	<b>7.7</b>	<b>5.7</b>	<b>5.4</b>
Charges d'intérêt	1.2	1.0	0.9	0.6	1.4	1.4	1.1	1.1	2.4	2.0	2.3	1.4
<b>Résultat net</b>	<b>3.4</b>	<b>5.5</b>	<b>5.4</b>	<b>4.2</b>	<b>8.7</b>	<b>11.4</b>	<b>9.3</b>	<b>7.1</b>	<b>6.2</b>	<b>5.7</b>	<b>3.4</b>	<b>4.0</b>
– Dividendes	1.6	2.1	2.3	2.1	5.0	5.4	4.7	4.9	2.1	3.3	2.7	2.1
– Rachat d'actions		0.1				1.9	1.2	1.1			0.0	0.7
– Désendettement						0.5					1.9	
<b>Autofinancement net</b>	<b>1.8</b>	<b>3.3</b>	<b>3.1</b>	<b>2.0</b>	<b>3.7</b>	<b>3.6</b>	<b>3.4</b>	<b>1.1</b>	<b>4.1</b>	<b>2.4</b>	<b>-1.2</b>	<b>1.3</b>
+ Emission d'actions	1.0		0.3	0.4	0.1				0.8	0.8		
+ Endettement	1.2	1.6	1.1	1.9	1.1		0.3	0.5	5.3	5.3		0.0
<b>Investissement net</b>	<b>4.0</b>	<b>4.9</b>	<b>4.5</b>	<b>4.4</b>	<b>4.9</b>	<b>3.6</b>	<b>3.7</b>	<b>1.6</b>	<b>10.2</b>	<b>8.6</b>	<b>-1.2</b>	<b>1.3</b>

Source : Refinitiv (2021), échantillons cylindrés, calculs de l'auteur.

Nous pouvons vérifier l'évolution du taux d'accumulation global dans le tableau 1, dans lequel nous reportons la distribution du résultat net en % du passif du bilan, le recours éventuel

à un financement externe visant à atteindre un certain taux d'accumulation du capital. Ce taux d'accumulation est ici entendu comme le rapport entre l'investissement total – productif et financier – et le total du passif du bilan.

Les stratégies de redistribution de la trésorerie par les dirigeants d'entreprise font encore une fois l'objet d'une grande diversité des pratiques. Cette distribution, comprise comme la somme des rachats d'actions nette des émissions et des dividendes progresse partout sur l'ensemble de la période. En revanche, les niveaux et les modalités divergent. Les entreprises des économies libérales de marché ont à la fois recours à des versements de dividendes et des rachats d'actions absolument massifs. Les entreprises d'Europe continentale et les entreprises méditerranéennes négligent globalement les rachats d'actions et procèdent plutôt à des versements de dividendes en hausse régulière, leur poids étant plus élevé dans le cas des entreprises méditerranéennes.

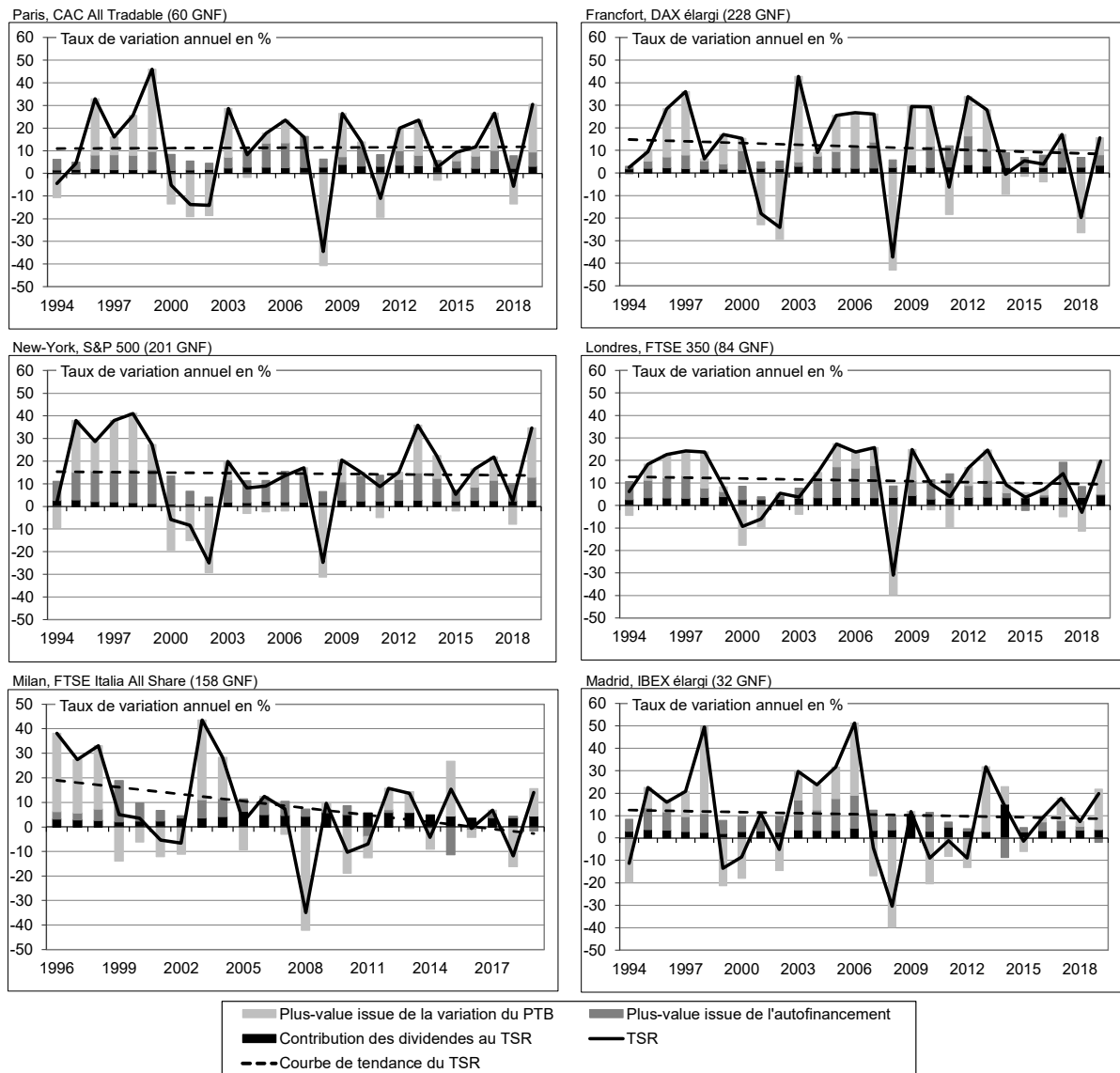
L'importance de l'autofinancement demeure néanmoins comparable entre les places anglo-saxonnes et les places d'Europe continentale sur l'ensemble de la période, signe que les dirigeants des entreprises anglo-saxonnes parviennent à ménager les intérêts à court et à long terme des actionnaires grâce au très haut niveau de leur rentabilité financière. En revanche, malgré un niveau de rentabilité financière intermédiaire entre ces deux catégories d'entreprise, les entreprises méditerranéennes reversent un tel montant de dividendes que l'importance de leur autofinancement en pâtit par rapport à toutes les autres. Plus encore, l'évolution des pratiques de versements de trésorerie pour l'ensemble des échantillons, combinée à un recul des taux de profit un peu partout, implique une baisse progressive du poids de l'autofinancement dans le bilan, sauf en Allemagne où il demeure relativement stable.

Si l'on regarde enfin le taux d'accumulation du capital sur l'ensemble de la période, c'est essentiellement le recours à de nouveaux endettements et donc à l'effet de levier, qui permet à l'Allemagne, aux États-Unis et aux économies méditerranéennes de connaître une croissance moyenne importante. Il joue un rôle moindre, mais non négligeable, en France et au Royaume-Uni. Malgré cela, le recul quasi généralisé du rôle de l'autofinancement conduit à un recul progressif du taux d'accumulation du capital au long de la période sur toutes les places financières – il s'effondre même dans le cas des économies méditerranéennes après la crise des *subprimes* –, à l'exception notable de l'Allemagne où la croissance se maintient à la fois grâce à l'autofinancement, à un recours constant à de nouveaux endettements et à quelques émissions ponctuelles d'actions.

Une fois en tête ces différents comportements, on comprend à quel point la sélectivité des investissements est majeure pour les entreprises des économies libérales de marché et des économies méditerranéennes. La croissance moyenne est proche de celle des entreprises allemandes au Royaume-Uni, aux États-Unis, en Italie et en Espagne, mais cette croissance correspond à une rentabilité financière  $RF$  bien supérieure pour les entreprises correspondantes par rapport aux entreprises allemandes. Cela implique que les investissements retenus y sont systématiquement plus rentables. Enfin, cette sélectivité semble également élevée en France, mais de façon moins flagrante : le taux d'accumulation des entreprises correspondantes y est globalement inférieur à celui des entreprises allemandes, mais pour une rentabilité financière équivalente.

Nous concluons notre analyse par une étude du rendement effectif pour les actionnaires de

GRAPHIQUE 3 – Les fluctuations du Total Shareholder (TSR) et de ses composantes des grands groupes non financiers cotés (1993–2019)



Source : Refinitiv (2021), échantillons cylindrés, calculs de l'auteur.

ces entreprises. Celle-ci nous permet en particulier de comprendre l'évaluation que les actionnaires font de la stratégie des dirigeants, sur la base de la rentabilité financière qu'ils perçoivent à court terme, mais aussi de la confiance qui règne sur les marchés financiers compte tenu du contexte macroéconomique propre à chaque économie. Pour cela, nous reportons dans le graphique 3 l'évolution des *TSR* pour chaque échantillon, leur décomposition<sup>14</sup> et leur tendance sur l'ensemble de la période. Pour rappel, ce ratio rapporte la somme des dividendes et des plus ou moins-values latentes sur actions à la valeur boursière des actions à la période précédente. Ces dernières dépendent, d'une part, de l'autofinancement qui vient accroître la valeur comptable des fonds propres et donc la valeur unitaire des actions détenues et, d'autre part, de la révision des prévisions de rendement à travers la variation du *PTB* qui rapporte la valeur boursière des

14. Pour une explication détaillée de la méthodologie permettant cette décomposition, voir du Tertre et Guy (2018).

entreprises à leur valeur comptable.

Le premier constat est celui d'une grande variabilité des *TSR* dont les phases haussières et baissières rejoignent en grande partie les cycles conjoncturels établis plus haut à partir de l'évolution des taux de rentabilité. Ces taux de rendement s'envolent en phase ascendante de conjoncture, indiquant la phase d'euphorie qui prend place et qui nourrit en retour l'emballement de la croissance. À l'inverse en phase descendante, ces taux reculent sous l'effet des réévaluations à la baisse de la valeur des actions et des moins-values latentes qui en découlent.

La second constat marquant se situe à long terme et tient à une grande proximité dans les niveaux moyens des *TSR* d'une place financière à l'autre. En dépit de niveaux de rentabilité financière très différents, le rendement effectif pour l'actionnaire converge sur l'ensemble de ces places. La place des dividendes au sein de ces *TSR* ne cesse d'augmenter, mais demeure toutefois faible par rapport aux plus-values latentes (20% contre 80%). Le cas des économies libérales de marché est ici très particulier : le rôle de l'autofinancement dans la réalisation de plus-values y est nettement plus important que dans toutes les autres économies. En d'autres termes, l'autofinancement est beaucoup moins valorisé dans ces autres économies, parce que les actionnaires en attendent une rentabilité financière moins élevée : ils semblent ainsi plus patients dans leurs attentes. Plus la pression de la valorisation actionnariale est importante, plus les entreprises doivent être sélectives dans leurs investissements et faire jouer l'effet de levier, de façon à obtenir une rentabilité financière élevée qui permet à la fois de reverser de la trésorerie aux actionnaires et de financer en retour de nouveaux projets de croissance triés de façon rigoureuse.

On observe enfin une tendance à la baisse de ces *TSR* pour l'ensemble des échantillons tout au long de la période (même si cela est léger dans le cas des entreprises françaises). Cette évolution semble indiquer qu'en dépit d'une hausse régulière des dividendes versés, les actionnaires sont de plus en plus pessimistes quant à l'évolution de la valeur de leurs titres. On peut donc s'interroger sur le bien-fondé du principe de la maximisation de la valeur actionnariale pour les actionnaires eux-mêmes. En effet, ce recul parfois violent, parfois lent, du *TSR* semble au final suivre le recul du taux d'accumulation des entreprises – notamment de la croissance interne – sous l'effet de la baisse de l'autofinancement. Toutefois, à ce stade de l'étude, cette évolution nourrit au contraire un renforcement des pratiques correspondantes à ce principe, les dirigeants ayant pour objectif de compenser ces évaluations tendanciellement pessimistes par une amplification de la financiarisation des stratégies dans une forme de fuite en avant.

### **3 Instabilité de l'investissement productif et tendance dépressive du régime d'accumulation financiarisé : estimations économétriques**

Nous connaissons maintenant l'ensemble des stratégies par lesquelles les directions d'entreprise tentent de satisfaire les intérêts des actionnaires à travers la construction d'un effet de levier. Ces stratégies diffèrent d'une économie à une autre et en particulier entre capitalisme libéral de marché, capitalisme européen continental et capitalisme méditerranéen selon la ca-



tégorisation proposée par Amable (2005). De façon claire, les dirigeants d’entreprise des capitalismes anglo-saxons se conforment pleinement aux principes de la valorisation actionnariale et financiarisent l’ensemble de leurs stratégies. Ceux des entreprises d’Europe continentale ont manifestement adopté un certain nombre de ces principes, mais leur gouvernance semble composer entre les deux grandes catégories-type que sont les modèles *shareholder* et *stakeholder*. Ce diagnostic semble plus vrai encore pour l’Allemagne. Enfin, les dirigeants des entreprises méditerranéennes semblent se situer à mi-chemin entre économies libérales de marché et économie d’Europe continentale, avec des stratégies manifestement très orientées vers la satisfaction des attentes de rendement actionnariales.

Nous constatons également que les opérateurs financiers n’ont pas les mêmes attentes d’une économie à l’autre, ce qui conduit à une relative convergence des *TSR* à long terme en dépit de cette différenciation dans la stratégie des directions d’entreprise. Il n’en reste pas moins qu’à des degrés certes divers, l’instabilité de l’investissement productif au gré des cycles financiers et la faiblesse voire le recul de cette modalité de croissance sur le long terme semblent partagés d’une économie à l’autre.

Pour appréhender d’une autre façon ces deux principaux enseignements et tenter d’affiner cette tentative de classification, nous proposons dans cette section une analyse complémentaire à partir d’estimations économétriques de l’acquisition de capital fixe par les mêmes groupes non financiers. Nous retenons pour cela des échantillons non cylindrés. Ces estimations issues des comptes consolidés des groupes nous permettent : (i) de tester le lien à court terme entre, d’une part, la recherche de l’effet de levier par les dirigeants de ces grandes entreprises et les exigences de rendement de la part des actionnaires et, d’autre part, les stratégies d’investissement, ce lien impliquant au final une forte cyclicité de l’investissement productif ; (ii) de vérifier le lien négatif entre ces mêmes comportements et la croissance à long terme de ces entreprises ; et (iii) d’éliminer les biais sectoriels éventuels dans l’application du principe de valorisation actionnariale.

Nous décrivons d’abord l’estimateur GMM en système que nous utilisons pour réaliser nos régressions (section 3.1). Nous présentons ensuite la fonction de comportement que nous estimons (section 3.2), puis les résultats obtenus (section 3.3).

### 3.1 Méthode économétrique

Dans le cadre de données de panel, nous pouvons écrire une spécification selon la logique générale suivante :

$$y_{it} = \beta y_{i(t-1)} + \alpha X_{it} + v_i + v_t + v_{jt} + \varepsilon_{it} \quad (3.1)$$

Avec  $y$  la variable expliquée,  $i$  l’individu ou l’entreprise correspondante,  $t$  l’année considérée,  $X$  l’ensemble des variables explicatives,  $v_i$  les effets fixes individuels,  $v_t$  un effet temporel,  $v_{jt}$  un effet propre à chaque secteur  $j$  et  $\varepsilon_{it}$  le terme d’erreur.

Nous choisissons de construire un panel en système, comme le font notamment Bond *et al.* (2005) ou encore D’Espallier et Guariglia (2015). Nous nous conformons partiellement à l’approche de Bond *et al.* (2005) et Brown et Petersen (2009) qui proposent quant à eux des équations reliant l’investissement à la détention de *cash-flows*. Selon eux, l’utilisation de l’estimateur

GMM de [Blundell et Bond \(1998\)](#) présente deux avantages principaux : cet estimateur (i) est efficace pour les panels non cylindrés ; et (ii) est considéré comme plus efficace que les méthodes *Within* et *IV* pour traiter deux biais possibles. Il existe en effet un premier biais dû à la présence éventuelle d'effets individuels dans les estimations réalisées à partir d'un estimateur MCO sur des données groupées (*pooled*). L'estimateur *Within-Groups* permet d'y remédier, mais souffre d'un second biais dû à l'éventuelle endogénéité des régresseurs <sup>15</sup>.

L'estimateur GMM en système nous permet de traiter l'hétérogénéité spécifique à l'entreprise et l'éventuelle endogénéité des régresseurs <sup>16</sup>. Cette méthode consiste à combiner une équation en première différence – les instruments sont alors en niveau – et une équation en niveau – les instruments étant alors en première différence. Le premier biais évoqué ci-dessus est éliminé grâce à la première différenciation. Le second biais potentiel est géré à travers l'instrumentation des variables explicatives. Les instruments sont retardés d'une ou plusieurs périodes pour les variables présumées faiblement exogènes et de deux ou plusieurs périodes pour les variables présumées endogènes.

Dans toutes nos spécifications, nous introduisons en outre des variables binaires sectorielles (*dummies*) afin d'éliminer la présence d'effets sectoriels potentiels. Ceci nous permet de tenir compte des effets  $v_{jt}$ . Ces secteurs respectent la classification ICB <sup>17</sup> – *Industrial Classification Benchmark* – disponible dans la base de données Worldscope et le secteur de référence choisi est celui des biens et services de consommation.

Pour nous assurer enfin de la validité de nos modèles, nous avons recours à deux types de tests. Il s'agit du test d'auto-corrélation du second ordre d'[Arellano et Bond \(1991\)](#) – test  $m_2$  – et du test de Hansen de validité des variables retardées que nous utilisons comme instruments – *J*-test <sup>18</sup>.

### 3.2 Équations de comportement des groupes

L'étude de l'impact de la sphère financière sur les stratégies de croissance des entreprises nous conduit à nous intéresser plus particulièrement à l'investissement productif des grands groupes cotés à travers une approche micro-économétrique. Dans la littérature, les analyses sur données de panel des déterminants de la croissance interne des entreprises s'appuient principalement sur les enseignements nouveaux keynésiens sur l'asymétrie d'information, ainsi que sur les enseignements de la théorie de l'agence sur les coûts d'agence ([Fazzari et al., 1988](#) ; [Carpenter et Guariglia, 2008](#) ; [Lewellen et Lewellen, 2016](#)). Ces tests visent à déterminer la relation entre la détention de liquidités par les entreprises et leur accumulation de capital fixe, la détention de trésorerie étant considérée comme un signe de la santé financière des entreprises, qui limite le rationnement du capital ([Hellmann et Stiglitz, 2000](#)). Inversement, plus une entreprise dispose de liquidités, moins elle est exposée au risque de rationnement. L'introduction d'une variable de trésorerie

---

15. L'estimateur *IV* sur données groupées permet alors de solutionner ce second biais, mais pas le premier.

16. Le programme que nous utilisons pour réaliser nos estimations est la commande *xtabond2* développée par [Roodman \(2009\)](#) et disponible sur Stata 16.1.

17. Les noms des secteurs correspondants et le nombre de groupes dans chaque secteur sont indiqués en annexe.

18. Nous avons effectué également plusieurs contrôles de robustesse en effectuant des régressions identiques à partir de deux autres estimateurs évoqués plus haut, l'estimateur MCO et l'estimateur *IV pooled*. Les résultats sont disponibles sur demande.

dans l'équation d'investissement permet de tester l'existence de ce type de contrainte financière, qui pèse sur la détermination de l'investissement.

Plusieurs travaux micro-économétriques de la littérature post-keynésienne guident l'approche que nous retenons ici. L'article fondateur de [Fazzari et Mott \(1986\)](#) propose une étude de l'investissement des entreprises nord-américaines. Ces auteurs mettent en évidence l'importance de l'utilisation des capacités et de l'autofinancement, qui jouent tous deux un rôle positif, ainsi que l'impact négatif des charges d'intérêt. La conception de ces régressions ne permet toutefois pas encore d'appréhender la financiarisation des stratégies.

Pour trouver des études sur des données d'entreprises occidentales et portant sur cette dernière question, il faut se référer aux travaux d'[Orhangazi \(2008\)](#), [Alvarez \(2015\)](#), [Davis \(2016\)](#), [Davis et al. \(2019\)](#) et également [Tori et Onaran \(2017\)](#). [Alvarez \(2015\)](#) montre par exemple que l'importance des revenus financiers implique une diminution du pouvoir de négociation des salariés, suggérant une amplification des inégalités de revenus. [Davis \(2016\)](#) et [Davis et al. \(2019\)](#) mènent des analyses respectivement descriptives et économétriques du comportement des entreprises nord-américaines. [Davis et al. \(2019\)](#) proposent une répartition de ces entreprises en fonction de leur fragilité financière, selon la typologie de Minsky. Dans ce même cadre théorique, [Davis \(2016\)](#) met en évidence l'importance de l'effet de levier dans la financiarisation des entreprises nord-américaines et le rôle de la croissance externe. Nous nous inscrivons donc pleinement dans cette démarche.

Nous étudions quant à nous la croissance interne à travers le taux d'accumulation du capital fixe. L'originalité de nos régressions est triple. Tout d'abord, nous tentons d'évaluer l'impact de la financiarisation des stratégies de croissance en prenant en compte la maximisation de la rentabilité financière. Ensuite, nous optons pour deux grandes séries de régressions : une première est menée par phases de cycle financier et une seconde sur l'ensemble de la période étudiée, de façon à mettre en évidence à la fois l'instabilité du régime d'accumulation financiarisé et sa tendance dépressive à long terme. Enfin, ces évaluations du comportement d'investissement sont menées pour chacune des six places financières étudiées ici, de façon à pouvoir étudier l'éventuelle diversité des comportements selon une démarche complémentaire à l'analyse descriptive menée précédemment (section 2).

Notre spécification de départ est similaire à celle de [Hein \(2010\)](#) : nous testons une équation d'investissement incluant un accélérateur de profit à la [Kalecki \(1954\)](#), auquel nous ajoutons certaines contraintes financières. Le premier déterminant de l'investissement que nous retenons est donc la variation du taux de profit brut  $R$ , avec un effet accélérateur positif ( $a_3 > 0$ )<sup>19</sup>. Nous introduisons également un ratio de solvabilité  $\frac{D}{P_{-1}}$  dans l'équation, c'est-à-dire le rapport entre la dette financière nette<sup>20</sup> et le profit brut  $P$  obtenu à la période précédente. L'effet attendu est négatif ( $a_4 < 0$ ) selon le principe du risque croissant identifié par [Kalecki \(1937\)](#) et selon lequel la croissance d'une entreprise connaît une limite naturelle – la limite d'expansion de l'entreprise – déterminée par un accord conventionnel entre créanciers et entrepreneurs.

---

19. Selon [Kalecki \(1954\)](#), cet effet permet à la fois de tester l'anticipation des opportunités par les entreprises et de prendre en compte leur capacité à autofinancer leurs investissements.

20. La dette financière nette correspond aux dettes financières diminuée des créances financières.

Nous souhaitons aussi et surtout évaluer l'impact sur la croissance interne de l'obtention d'une rentabilité financière  $RF$  élevée. Comme expliqué précédemment, la recherche d'une rentabilité financière la plus élevée possible par rapport à la rentabilité économique  $RE$ , à travers la construction d'un effet de levier important, est le moyen par lequel les dirigeants d'entreprise cherchent à satisfaire les attentes de rendement des actionnaires. Nous ajoutons de ce fait le ratio de la rentabilité financière par rapport à la rentabilité économique  $\frac{RF}{RE}$  dans notre équation d'investissement productif. Il convient ici de distinguer les résultats attendus entre les régressions effectuées sur le long terme et les régressions effectuées par phases de cycles.

Sur le long terme, ce ratio peut avoir un impact dépressif sur l'investissement productif, car la recherche de son amplification incite les dirigeants (i) à augmenter la sélectivité des investissements pour ne retenir que les projets les plus rentables ou (ii) à lancer des projets d'investissements financiers (croissance externe et acquisition d'intérêts minoritaires) au détriment de l'acquisition de nouveaux biens d'équipement. De plus, puisque la répartition du résultat net se fait de plus en plus en faveur de la distribution de trésorerie, au détriment de l'autofinancement réservé au réinvestissement, ces projets en pâtissent nécessairement. L'effet attendu est alors négatif ( $a_2 < 0$ ) dans le cas des places financières sur lesquelles l'effet de levier a tendance à augmenter sur la période.

En revanche, si l'on retient l'analyse cyclique proposée plus haut enrichie par la notion de maximisation de la valeur actionnaire, l'effet attendu est positif ( $a_2 > 0$ ). Selon notre analyse théorique et descriptive, l'amplification de l'effet de levier et la hausse de la rentabilité financière  $RF$  qui s'ensuit en phase ascendante de cycle s'accompagne en effet en règle général d'un emballement de l'accumulation de capital fixe. À l'inverse, le désendettement rendu nécessaire en phase descendante, sous l'effet de la chute de la rentabilité financière  $RF$ , se cumule au besoin de soutenir le cours des actions par le maintien du versement de dividendes et éventuellement de rachats d'actions, impliquant alors un profond recul de l'investissement.

Les évaluations des dirigeants d'entreprise et celles des opérateurs financiers ne se situent pas au même niveau : la première est d'ordre microéconomique et la seconde tient à la fois à un constat propre à l'entreprise concernée et à une évaluation de la situation macroéconomique nationale. L'évaluation des opérateurs financiers, envisagée à travers le  $TSR$ , donne ainsi une idée du risque perçu sur les marchés et a des conséquences sur les dirigeants d'entreprise qui doivent ensuite tenter de rassurer les actionnaires à leur niveau par le renforcement éventuel de la financiarisation des stratégies. Dans ce contexte, l'évolution du  $TSR$  doit avoir également un impact spécifique sur l'investissement.

Si l'on retient l'analyse théorique menée plus haut (section 1.2), une baisse du  $TSR$  sur le long terme doit conduire les dirigeants à renforcer la financiarisation des stratégies pour tenter de contrer cette évolution, générant une pression baissière sur l'investissement à long terme. Le  $TSR$  connaissant un recul tendanciel sur quasiment toutes les places financières, on peut attendre un lien positif entre le  $TSR$  et l'investissement productif ( $a_5 > 0$ ). S'il était au contraire à la hausse, on pourrait imaginer que la perception des actionnaires, de plus en plus optimistes

quant aux rendements à venir, tendrait à soulager la contrainte que les dirigeants exercent sur l'investissement productif.

En ce qui concerne enfin l'analyse par phases de cycle, la hausse du  $TSR$  en phase ascendante traduit la confiance grandissante sur les marchés financiers en période d'emballement, c'est-à-dire le recul du risque perçu. Celui-ci favorise le recours à l'effet de levier et l'emballement de l'investissement selon la logique minskyenne. À l'inverse, le recul du  $TSR$  en phase descendante traduit la perte de confiance sur les marchés financiers qui s'accompagne peu à peu de difficultés de refinancement pour les entreprises et par suite d'une chute de l'investissement. Le signe attendu est donc ici encore positif ( $a_5 > 0$ ).

La spécification retenue au final pour étudier l'investissement productif est telle que :

$$\frac{I_{it}}{(D + FP)_{i(t-1)}} = a_1 \cdot \frac{I_{i(t-1)}}{(D + FP)_{i(t-2)}} + a_2 \cdot \frac{RF_{i(t-1)}}{RE_{i(t-1)}} + a_3 \cdot \Delta R_{i(t-1)} + a_4 \cdot \frac{D_{i(t-1)}}{P_{i(t-2)}} + a_5 \cdot TSR_{i(t-1)} \quad (3.2)$$

avec  $a_2 > 0$  ou  $a_2 < 0$  selon l'analyse cyclique ou de long terme,  $a_3 > 0$ ,  $a_4 < 0$ ,  $a_5 > 0$ ,  $i =$  groupe,  $t = 1993-2019$ ,  $\frac{I}{(D+FP)_{-1}}$  = le taux d'accumulation du capital,  $I =$  l'acquisition d'actifs fixes selon les tableaux de flux de trésorerie,  $D + FP =$  stock de capital engagé,  $R = \frac{P}{D+FP}$  le taux de profit brut,  $\frac{D}{P-1} =$  le ratio d'endettement (avec  $D$  dette nette et  $P$  profit brut),  $\frac{RF}{RE} =$  ratio de la rentabilité financière et de la rentabilité économique exprimant la puissance de l'effet de levier et  $TSR = Total Shareholder Return$  ou rendement total pour l'actionnaire.

Enfin, notons que de nombreux auteurs introduisent une variable représentative (ou *proxy*) pour le taux d'utilisation des capacités, comme Fazzari et Mott (1986) ou plus récemment Alvarez (2015) et Tori et Onaran (2017). Toutefois, pour éviter une surspécification de nos régressions, c'est-à-dire la présence de variables possiblement redondantes, et considérant que cet aspect est partiellement pris en compte à travers le taux de profit brut, nous n'introduisons cette notion (ratio du chiffre d'affaires  $CA$  et du capital engagé  $\frac{CA}{D+FP}$ ) qu'en tant que variable instrumentale.

### 3.3 Résultats

Nous reportons toutes nos estimations des comportements de croissance interne à court terme dans le tableau 2. Tous les coefficients ont le signe attendu lorsqu'ils sont significatifs.

On retrouve la dimension cyclique de l'investissement productif sous l'effet de la recherche de l'effet de levier, en particulier pour les économies libérales de marché et pour les économies d'Europe continentale. Qu'il s'agisse des phases ascendantes ou descendantes, le coefficient du ratio  $\frac{RF}{RE}$  est positif et significatif. Le principe de la maximisation de la valeur actionnariale joue donc bien le rôle pressenti d'amplification des cycles financiers d'investissement, y compris pour l'Allemagne dont le mode de gouvernance demeure plus éloigné encore que la France de celui des pays anglo-saxons. Pour la France par exemple, une augmentation de 20 points de ce ratio, comme cela se produit entre le début et la fin de la phase ascendante du cycle des valeurs technologiques, entraîne une baisse du taux d'accumulation de capital fixe de 0,5 point. À l'inverse, une baisse de 17 points de ce ratio, comme on l'observe pour la phase descendante qui suit, implique une perte

TABLEAU 2 – Décisions de croissance interne par phases de cycles conjoncturels, estimateur GMM en système (1993-2019)

Variable dépendante $I_{it}/(D + FP)_{i(t-1)}$	CAC All Tradable Paris (1)	DAX élargi Francfort (2)	S&P 500 New-York (3)	FTSE 350 Londres (4)	FTSE Italia Milan (5)	IBEX élargi Madrid (6)
$I_{i(t-1)}/(D + FP)_{i(t-2)} * ASC_{t-1}$	0,465*** (0,064)	0,517*** (0,053)	0,647*** (0,032)	0,467*** (0,059)	0,27* (0,142)	0,456*** (0,111)
$I_{i(t-1)}/(D + FP)_{i(t-2)} * (1 - ASC_{t-1})$	0,455*** (0,054)	0,495*** (0,039)	0,667*** (0,028)	0,545*** (0,054)	0,401*** (0,100)	0,59*** (0,087)
$(RF/RE)_{i(t-1)} * ASC_{t-1}$	0,024*** (0,006)	0,025*** (0,005)	0,012*** (0,002)	0,023** (0,010)	0,016** (0,006)	0,017*** (0,005)
$(RF/RE)_{i(t-1)} * (1 - ASC_{t-1})$	0,015*** (0,003)	0,018*** (0,004)	0,005*** (0,001)	0,017*** (0,003)	0,005 (0,003)	0,001 (0,001)
$\Delta R_{i(t-1)} * ASC_{t-1}$	-0,017 (0,012)	0,026* (0,014)	0,016** (0,007)	0,024 (0,018)	0,042 (0,048)	0,044* (0,025)
$\Delta R_{i(t-1)} * (1 - ASC_{t-1})$	-0,013 (0,013)	0,005 (0,012)	0,006 (0,008)	0,016 (0,018)	0,004 (0,044)	-0,014 (0,018)
$(D_{i(t-1)}/P_{i(t-2)}) * ASC_{t-1}$	-0,003** (0,001)	-0,003** (0,001)	-0,004*** (0,001)	-0,007 (0,004)	-0,0002 (0,001)	0,000 (0,001)
$(D_{i(t-1)}/P_{i(t-2)}) * (1 - ASC_{t-1})$	-0,003*** (0,001)	-0,003*** (0,001)	-0,002*** (0,000)	-0,003*** (0,001)	-0,0005 (0,000)	-0,0001 (0,000)
$TSR_{i(t-1)} * ASC_{t-1}$	0,0004*** (0,000)	0,0002*** (0,000)	0,0004*** (0,000)	0,0005*** (0,000)	0,0004*** (0,000)	0,0006*** (0,000)
$TSR_{i(t-1)} * (1 - ASC_{t-1})$	0,0003*** (0,000)	0,0001*** (0,000)	0,0003*** (0,000)	0,0002*** (0,000)	0,0002*** (0,000)	0,0001* (0,000)
Sample size	2926	2978	6353	2697	1534	1255
$m_2$ (p-value)	0,40	0,64	0,14	0,57	0,13	0,44
$J$ (p-value)	1,00	1,00	0,79	1,00	1,00	1,00

Notes : Les résultats entre parenthèses sont les écarts-type asymptotiques. La statistique  $m_2$  correspond au tests d'Arellano et Bond portant sur l'autocorrélation du second-ordre, sous l'hypothèse nulle d'absence d'autocorrélation. La statistique  $J$  correspond au test de suridentification de Hansen, sous l'hypothèse nulle d'exogénéité des instruments. Les spécifications sont toutes conçues de façon identique. Elles incluent des variables binaires sectorielles à partir de la classification ICB (le secteur des biens et services de consommation étant le secteur de référence choisi). Les instruments sont :  $\frac{I_{-1}}{(D+FP)_{-2}}$ ,  $(\frac{RF}{RE})_{-1}$ ,  $\frac{D_{-1}}{P_{-2}}$  et  $\Delta R_{-1}$  et  $TSR_{-1}$  en interaction avec la variable binaire  $ASC$  indiquant la phase de cycle, ainsi que le niveau d'emploi et le taux d'utilisation des capacités  $\frac{CA}{D+FP}$ , tous retardés une et deux fois; et des variables binaires sectorielles.

\*\*\* Significatif au seuil de 1%. \*\* Significatif au seuil de 5%. \* Significatif au seuil de 10.

de 0,3 point de croissance. Pour mieux appréhender l'ampleur de ces variations, rappelons que le taux d'accumulation du capital productif et financier est en moyenne de 4,3% sur l'ensemble de ce cycle en France d'après le tableau 1.

Le cas des économies méditerranéennes est particulier sur ce point. En effet, le coefficient portant sur le ratio de la rentabilité financière et de la rentabilité économique n'est significatif que pour les phases d'emballerment. On peut expliquer cela par la stagnation prolongée de l'investissement productif en Italie et ses difficultés de reprise en Espagne, suite à la crise des *subprimes* et dans le contexte de la crise des dettes souveraines européennes. Au cours de la dernière partie de la période étudiée, les cycles conjoncturels sont de ce fait moins marqués par le cycle financier dans ces deux économies.

En revanche, on retrouve pour la totalité des places financières une indication de l'instabilité du régime d'accumulation financiarisé à travers les coefficients obtenus sur le  $TSR$ . Pour toutes les phases, les coefficients obtenus sont significatifs et positifs. Ainsi, une élévation du  $TSR$  suite au recul du risque perçu par les opérateurs financiers en phase d'emballerment se traduit par une envolée de l'investissement. Pour compléter l'exemple portant sur la France, une hausse d'une

vingtaine de points du *TSR* (comme au cours de la phase ascendante du cycle des valeurs technologiques) engendre un accroissement supplémentaire de 0,8 point du taux d'accumulation. Au cours des phases ascendantes, le recul de la perception du risque s'accompagne de possibilités d'endettement supplémentaires auxquelles les dirigeants ont recours pour financer des projets de croissance et nourrir l'effet de levier selon une séquence minskyenne. Lorsque les marchés se retournent, les *TSR* reculent et l'investissement productif en souffre, à la fois sous l'effet du besoin de désendettement et de la nécessité pour les dirigeants de soutenir les anticipations des opérateurs en maintenant les versements de dividendes, et éventuellement les rachats d'actions dans le cas des économies libérales de marché.

Le ratio de solvabilité joue quant à lui négativement pour chacune des phases pour toutes les places financières anglo-saxonnes et d'Europe continentale, le principe du risque croissant freinant la phase d'emballement et amplifiant la phase de ralentissement sous l'effet du désendettement rendu nécessaire par la révélation de la fragilité financière des entreprises. On ne retrouve pas cet effet pour les entreprises des places méditerranéennes. L'accélérateur de profit ressort assez peu dans nos régressions, probablement capté en partie par le ratio exprimant la puissance de l'effet de levier  $\frac{RF}{RE}$ . D'une manière générale enfin, on peut souligner que la taille relativement faible des échantillons concernant l'Italie et l'Espagne peut être à l'origine de résultats moins marqués que pour les autres.

Pour toutes ces spécifications, les statistiques  $J$  et  $m_2$  confirment respectivement que les instruments sont valides et que l'autocorrélation des résidus est exclue. Ces modèles ne peuvent donc pas être rejetés.

Nos régressions portant sur le comportement d'investissement à long terme des grandes entreprises (tableau 2) permettent une comparaison particulièrement instructive avec les résultats par phases de cycles proposés ci-dessus. Qu'il s'agisse des grandes entreprises des économies libérales de marché ou des économies d'Europe continentale, le coefficient du ratio  $\frac{RF}{RE}$  est toujours significatif, mais il est cette fois-ci négatif. C'est là un résultat majeur, puisqu'il appuie l'idée selon laquelle à long terme, la recherche de la valorisation actionnariale par l'intermédiaire d'une financiarisation des stratégies est à l'origine d'une tendance baissière de l'accumulation de capital fixe par les entreprises. Pour la France à nouveau, une augmentation de 40 points de ce ratio comme on l'observe sur l'ensemble de la période 1996-2019, aurait conduit à une perte de 0,5 point d'accumulation de capital fixe. Autre résultat marquant, le coefficient correspondant est nettement plus faible pour l'Allemagne que pour les États-Unis, le Royaume-Uni et la France, ce qui appuie l'hypothèse d'une moindre emprise des principes de valorisation actionnariale sur la gouvernance des entreprises allemandes.

Les résultats diffèrent là encore pour l'Italie et l'Espagne. Le coefficient obtenu est également négatif, mais il n'est pas significatif et faible. Il est possible que la petite taille de l'échantillon joue à nouveau sur ce point.

Le *TSR* nous permet de renforcer le diagnostic pour toutes les entreprises étudiées. Le coef-

TABLEAU 3 – Décisions de croissance interne sur le long terme, estimateur GMM en système (1993-2019)

Dependent variable	CAC All Tradable Paris (1)	DAX élargi Francfort (2)	S&P 500 New-York (3)	FTSE 350 Londres (4)	FTSE Italia Milan (5)	IBEX élargi Madrid (6)
$I_{it}/(D + FP)_{i(t-1)}$	0,277*** (0,064)	0,374*** (0,037)	0,445*** (0,037)	0,322*** (0,043)	0,179 (0,110)	0,312*** (0,087)
$(RF/RE)_{i(t-1)}$	-0,011** (0,004)	-0,008* (0,004)	-0,013*** (0,002)	-0,012** (0,006)	-0,0005 (0,003)	-0,002 (0,002)
$\Delta R_{i(t-1)}$	-0,009 (0,013)	0,03** (0,013)	0,061*** (0,009)	0,026 (0,017)	0,068* (0,040)	0,04 (0,027)
$(D_{i(t-1)}/P_{i(t-2)})$	-0,004*** (0,001)	-0,004*** (0,001)	-0,006*** (0,001)	-0,006*** (0,002)	-0,0004 (0,000)	-0,001** (0,001)
$TSR_{i(t-1)}$	0,0002*** (0,000)	0,0001* (0,000)	0,0002*** (0,000)	0,0003*** (0,000)	0,0002** (0,000)	0,0003** (0,000)
Sample size	3 005	3 045	6 571	2 794	1 562	1 286
$m_2$ (p-value)	0,58	0,25	0,22	1,00	0,25	0,70
$J$ (p-value)	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00

Notes : Les résultats entre parenthèses sont les écarts-type asymptotiques. La statistique  $m_2$  correspond au tests d'Arelano et Bond portant sur l'autocorrélation du second-ordre, sous l'hypothèse nulle d'absence d'autocorrélation. La statistique  $J$  correspond au test de suridentification de Hansen, sous l'hypothèse nulle d'exogénéité des instruments. Les spécifications sont toutes conçues de façon identique. Elles incluent des variables binaires sectoriels à partir de la classification ICB (le secteur des services et biens de consommation étant le secteur de référence choisi) et des variables binaires temporelles. Les instruments sont :  $\frac{I}{(D+FP)_{-1}}$ ,  $(\frac{RF}{RE})_{-1}$ ,  $\frac{D-1}{P_{-2}}$  et  $\Delta R_{-1}$  et  $TSR_{-1}$ , le niveau d'emploi et le taux d'utilisation des capacités  $\frac{CA}{D+FP}$  tous retardés une et deux fois; et les variables binaires sectorielles en interaction avec les variables binaires temporelles.

\*\*\* Significatif au seuil de 1%. \*\* Significatif au seuil de 5%. \* Significatif au seuil de 10%.

ficient correspondant est de nouveau positif et significatif pour l'ensemble des échantillons. Pour comprendre ce résultat, il faut se rappeler que ce ratio subit partout une tendance baissière au cours de la période. Le recul tendanciel du  $TSR$  amplifie donc le recul de l'accumulation de capital fixe, à travers la réaction des dirigeants d'entreprise. Ces derniers sont amenés à financiariser toujours plus leurs stratégies dans le but de répondre au pessimisme accru des opérateurs financiers ou, pourrait-on dire également, à leurs exigences toujours plus élevées. De façon à conclure notre exemple chiffré, rappelons que le  $TSR$  subit une quasi stagnation tout au long de la période dans le cas des entreprises cotées à Paris. De ce fait, ce cas n'est pas très parlant ici. En revanche, dans le cas des entreprises cotées à New-York, la perte tendancielle de 0,07 point de  $TSR$  par an tout au long de la période aurait conduit à une perte globale de 0,04 point de croissance<sup>21</sup> (pour un taux d'accumulation moyen autour de 3% sur l'ensemble de la période d'après le tableau 1). Cela peut sembler peu de prime abord, toutefois il convient de rappeler que cet effet s'ajoute à l'effet négatif de la recherche de l'effet de levier évoqué plus haut, effet auquel il est étroitement relié.

Notons que le coefficient obtenu est de nouveau plus faible dans le cas des entreprises allemandes, soulignant la différence de gouvernance les concernant. Notons également que cet effet joue cette fois-ci de façon assez nette pour l'Espagne et plus encore pour l'Italie, puisque les coefficients obtenus y sont équivalents voire plus forts, pour une tendance fortement baissière du  $TSR$ .

21. Pour une perte tendancielle annuelle de 0,07 point et en partant d'un TSR autour de 15 points en début de période aux USA, la perte cumulative est d'un peu plus de 1,7 point de  $TSR$  jusqu'en 2019. Une fois appliqué le coefficient de 0,0002 obtenu ici, nous obtenons un taux d'accumulation plus bas de 0,04 point de pourcentage.



Enfin et de façon peu surprenante, le ratio de solvabilité a bien un impact négatif à long terme sur l'investissement productif pour l'ensemble des échantillons, à l'exception du cas italien. L'accélérateur de profit ressort plus fortement que dans les régressions par phases de cycles, puisque son rôle est significatif à la fois pour l'Allemagne, l'Italie et les États-Unis.

Les statistiques  $J$  et  $m_2$  confirment à nouveau que nos modèles ne peuvent pas être rejetés pour des questions d'invalidité des instruments ou d'autocorrélation des résidus.

## Conclusion

La diversité des capitalismes, définie par plusieurs auteurs de la théorie de la régulation, se vérifie dans la financiarisation des stratégies des grandes entreprises cotées sur les places financières des économies occidentales. Notre étude des choix stratégiques des dirigeants en France, Allemagne, États-Unis, Royaume-Uni, Italie et Espagne pour la période 1993-2019 le confirme de façon nette, tout en appuyant également l'idée d'une certaine évolution de ces choix vers l'objectif de la maximisation de la valeur actionnariale. La financiarisation des stratégies est en définitive très poussée en ce qui concerne les pays des économies libérales de marché. Si elle semble moindre dans les économies d'Europe continentale et méditerranéennes, ces économies sont bel et bien touchées par ce phénomène, *a priori* encore plus fortement pour les dernières.

L'étude descriptive montre une propension plus ou moins marquée au versement de trésorerie aux actionnaires sous forme de dividendes et parfois de rachats d'actions ; au développement des projets de fusions-acquisitions ; aux acquisitions minoritaires en vue de réaliser des plus-values ; au recul lent et progressif du rôle de l'autofinancement malgré un maintien à un certain niveau en vue de satisfaire les intérêts à long terme des actionnaires , et enfin à une sélectivité importante des investissements.

Le développement à des degrés divers de ces stratégies a deux conséquences principales pour l'ensemble de ces entreprises : l'investissement productif subit une instabilité considérable à travers une succession de phases d'emballement et d'effondrement reliée au développement de la fragilité financière des entreprises et parallèle aux cycles financiers ; ce même investissement productif fait l'objet d'une tendance dépressive à long terme. Nous avons tenté d'approfondir ce double diagnostic à travers une analyse économétrique des mêmes données, celle-ci le confirmant en grande partie, même si les conclusions sont moins évidentes dans le cas des entreprises italiennes et espagnoles, certainement du fait d'échantillons plus restreints.

Ces deux évolutions sont évidemment lourdes de conséquences, notamment en termes de créations d'emplois pour les économies considérées. Elles remettent en question le modèle de gouvernance actuellement dominant, qui d'évidence ne permet pas de répondre à plusieurs défis centraux d'aujourd'hui, avec au premier plan d'entre eux la nécessité de réorienter les économies vers des modèles écologiquement soutenables et moins inégalitaires.

## Annexes

TABLEAU 4 – Statistiques descriptives des variables avant et après retraitements, partie 1

Place financière	Variable	Nettoyage	Nb d'obs.	Moy.	Écart-type	Min.	Max.	Données supprimées (en %)
Paris	$I/(D + FP)_{-1}$	Avant	4408	0,07	3,61	-220,24	46,21	4,36%
		Après	4216	0,10	0,19	-8,14	2,01	
	$RF$	Avant	4693	0,07	1,53	-29,63	42,87	4,35%
		Après	4489	0,09	0,24	-2,95	0,98	
	$RE$	Avant	4686	-0,24	23,84	-1540,00	362,10	4,35%
		Après	4482	0,06	0,50	-8,99	9,46	
	$R$	Avant	4693	-0,12	23,53	-1525,31	347,19	4,35%
		Après	4489	0,15	0,51	-8,90	9,06	
	$D/P_{-1}$	Avant	4680	-1,93	138,90	-8327,00	836,96	4,36%
		Après	4476	1,47	3,27	-41,61	35,51	
	$TSR$	Avant	4030	11,99	166,75	-3253,31	6076,23	4,37%
		Après	3854	9,56	42,44	-136,60	248,28	
	$CA/(D + FP)$	Avant	4690	1,87	29,86	-1307,87	1306,43	4,35%
		Après	4486	2,04	2,04	-25,42	40,90	
Francfort	$I/(D + FP)_{-1}$	Avant	4444	0,21	3,59	-11,29	202,14	4,46%
		Après	4246	0,11	0,20	-0,86	4,76	
	$RF$	Avant	4716	0,14	7,73	-103,90	510,52	4,41%
		Après	4508	0,10	0,22	-2,47	1,66	
	$RE$	Avant	4709	0,13	7,61	-100,01	409,80	4,42%
		Après	4501	0,10	0,37	-6,24	6,30	
	$R$	Avant	4715	0,24	8,11	-90,93	435,75	4,41%
		Après	4507	0,18	0,40	-6,37	6,00	
	$D/P_{-1}$	Avant	4701	1,80	114,35	-2525,00	7248,50	4,42%
		Après	4493	0,90	3,12	-24,55	38,65	
	$TSR$	Avant	4016	31,50	966,69	-3409,40	60479,40	4,31%
		Après	3843	13,31	45,48	-96,17	304,72	
	$CA/(D + FP)$	Avant	4707	3,35	30,94	-572,66	1527,08	4,50%
		Après	4495	2,31	2,36	-12,77	43,33	
New-York	$I/(D + FP)_{-1}$	Avant	8915	0,14	1,58	-15,11	99,73	4,69%
		Après	8497	0,09	0,11	-0,23	1,99	
	$RF$	Avant	9318	-0,06	21,87	-2091,78	90,89	4,68%
		Après	8882	0,21	0,21	-1,93	1,70	
	$RE$	Avant	9316	0,16	3,05	-217,21	102,48	4,70%
		Après	8878	0,18	0,19	-1,49	1,54	
	$R$	Avant	9314	0,24	3,02	-201,23	122,93	4,69%
		Après	8877	0,25	0,21	-1,28	2,01	
	$D/P_{-1}$	Avant	9310	1,97	23,75	-862,00	872,50	4,68%
		Après	8874	1,93	2,73	-13,12	17,59	
	$TSR$	Avant	8614	30,94	1320,62	-12001,81	119438,70	4,71%
		Après	8208	18,82	37,89	-111,37	306,04	
	$CA/(D + FP)$	Avant	9313	1,84	10,44	-232,68	632,43	4,71%
		Après	8874	1,62	1,37	0,00	9,45	

TABLEAU 5 – Statistiques descriptives des variables avant et après retraitements, partie 2

Place financière	Variable	Nettoyage	Nb d'obs.	Moy.	Écart-type	Min.	Max.	Données supprimées (en %)
Londres	$I/(D + FP)_{-1}$	Avant	3886	0,09	1,31	-43,59	63,67	4,32%
		Après	3718	0,08	0,12	-0,65	1,00	
	$RF$	Avant	4085	0,22	1,40	-30,64	40,75	4,31%
		Après	3909	0,22	0,22	-1,03	2,12	
	$RE$	Avant	4085	0,27	5,21	-52,22	319,36	4,31%
		Après	3909	0,19	0,24	-3,22	5,56	
	$R$	Avant	4085	0,34	5,50	-61,00	335,56	4,31%
		Après	3909	0,27	0,27	-4,60	5,87	
	$D/P_{-1}$	Avant	4083	1,68	12,45	-186,46	395,43	4,31%
		Après	3907	1,55	2,41	-25,56	25,21	
	$TSR$	Avant	3669	18,59	207,39	-6336,33	8903,34	4,36%
		Après	3509	16,99	40,41	-102,63	512,56	
$CA/(D + FP)$	Avant	4085	2,38	26,60	-574,08	1511,91	4,31%	
	Après	3909	2,06	2,21	-33,26	24,05		
Milan	$I/(D + FP)_{-1}$	Avant	2541	0,36	18,14	-290,97	864,63	4,09%
		Après	2437	0,11	0,30	-1,04	12,79	
	$RF$	Avant	2728	-0,14	9,52	-490,32	21,42	4,03%
		Après	2618	0,09	0,25	-4,02	1,62	
	$RE$	Avant	2725	0,05	1,15	-53,00	4,78	4,04%
		Après	2615	0,08	0,16	-1,40	2,09	
	$R$	Avant	2727	0,12	1,68	-62,40	6,22	4,03%
		Après	2617	0,17	0,17	-1,02	2,34	
	$D/P_{-1}$	Avant	2724	1,41	162,73	-5719,33	5701,25	4,04%
		Après	2614	1,98	5,88	-47,87	60,56	
	$TSR$	Avant	2249	5,92	118,72	-2483,37	1377,55	4,27%
		Après	2153	7,26	43,88	-215,34	347,57	
$CA/(D + FP)$	Avant	2724	1,65	5,82	-208,65	40,54	4,04%	
	Après	2614	1,59	1,30	0,00	17,30		
Madrid	$I/(D + FP)_{-1}$	Avant	1968	0,10	0,93	-34,03	18,89	4,07%
		Après	1888	0,10	0,17	-1,26	4,10	
	$RF$	Avant	2109	0,05	8,54	-319,86	222,61	4,08%
		Après	2023	0,12	0,30	-2,76	2,19	
	$RE$	Avant	2109	0,14	1,70	-23,23	44,33	4,08%
		Après	2023	0,09	0,23	-3,15	3,26	
	$R$	Avant	2109	0,21	1,75	-24,54	44,33	4,08%
		Après	2023	0,16	0,26	-2,99	4,89	
	$D/P_{-1}$	Avant	2109	2,58	67,63	-1962,60	1444,44	4,08%
		Après	2023	2,15	8,00	-166,15	109,93	
	$TSR$	Avant	1777	-52,05	1979,92	-57267,96	13637,19	4,05%
		Après	1705	12,32	51,27	-334,41	526,85	
$CA/(D + FP)$	Avant	2109	1,44	11,71	-114,37	474,94	4,08%	
	Après	2023	1,21	1,69	-17,92	25,09		

Source : Refinitiv (2021), calculs de l'auteur.

TABLEAU 6 – Répartition des groupes par secteur à partir des Codes ICB (Industrial Classification Benchmark)

Secteur	Paris	Francfort	New-York	Londres	Madrid	Milan
Technologie	46	60	77	16	4	20
Télécommunications	3	5	4	5	2	1
Soins de santé	37	25	47	11	10	9
Services et biens de consommation	69	52	119	84	37	59
Industrie	48	59	68	46	27	46
Matières premières	13	20	25	24	12	6
Énergie et services énergétiques	16	12	52	18	14	18
<b>Total</b>	<b>232</b>	<b>233</b>	<b>392</b>	<b>204</b>	<b>106</b>	<b>159</b>

## Bibliographie

- AGLIETTA M. (2019), *Capitalisme, le temps des ruptures*, coll. économie, Paris : Odile Jacob.
- AGLIETTA M. ET BERREBI L. (2007), *Désordres dans le capitalisme mondial*, coll. économie, Paris : Odile Jacob.
- AGLIETTA M. ET REBÉRIOUX A. (2004), *Dérives du capitalisme financier*, Paris : Albin Michel.
- ALVAREZ I. (2015), « Financialization, non-financial corporations and income inequality : the case of France », *Socio-Economic Review*, vol. 13, n° 3, p. 449–475.
- AMABLE B. (2005), *Les cinq capitalismes. Diversité des systèmes économiques et sociaux dans la mondialisation*, coll. Économie humaine, Paris : Seuil.
- (2016), « Institutional complementarities in the dynamic comparative analysis of capitalism », *Journal of Institutional Economics*, vol. 12, n° 1, pp. 79–103.
- ARELLANO M. ET BOND S. R. (1991), « Some Tests of Specification for Panel Data : Monte Carlo Evidence and an Application to Employment Equations », *Review of Economic Studies*, vol. 58, n° 2, pp. 277–297.
- BATSCH L. (1999), *Finance et stratégie*, coll. Gestion, Paris : Economica.
- BERLE A. A. ET MEANS G. C. (1932), *The Modern Corporation and Private Property*, New-York : Macmillan Publishing Co.
- BLUNDELL R. ET BOND S. (1998), « Initial Conditions and Moment Restrictions in Dynamic Panel Data Models », *Journal of Econometrics*, vol. 87, n° 1, pp. 115–143, August.
- BOND S., HARHOFF D. ET VAN REENEN J. (2005), « Investment, R&D and financial constraints in Britain and Germany », *Annales d'Économie et de Statistique*, n° 79-80, p. 433–460.
- BOURGUINAT H. (1992), *Finance internationale*, coll. Presses universitaires de France, Paris : Dalloz.

- BOYER R. (2000), « Is a finance led growth régime a viable alternative to Fordism », *Economy and Society*, vol. 29, n° 1, pp. 111–145, February.
- (2013), « The Global Financial Crisis in Historical Perspective : An Economic Analysis Combining Minsky, Hayek, Fisher, Keynes and the Regulation Approach », *Accounting, Economics, and Law*, vol. 3, n° 3, pp. 93–139, November.
- (2015), *Économie politique des capitalismes. Théorie de la régulation et des crises*, coll. Grands Repères, Paris : La découverte.
- BROSSARD O. (1998), « L’instabilité financière selon Minsky : l’incertitude et la liquidité au fondement du cycle ? », *Revue économique*, vol. 49, n° 9, pp. 407–435, mars.
- BROWN J. R. ET PETERSEN B. C. (2009), « Why has the investment-cash flow sensitivity declined so sharply? Rising R&D and equity market developments », *Journal of Banking & Finance*, vol. 33, n° 5, p. 971–984.
- CARPENTER R. E. ET GUARIGLIA A. (2008), « Cash flow, investment, and investment opportunities : New tests using UK panel data », *Journal of Banking & Finance*, vol. 32, n° 9, pp. 1894–1906, September.
- CHARREAUX G. (2009), « La convergence des systèmes nationaux de gouvernance : une perspective contingente », *Cahier du FARGO*, n° 1090701, juillet, <http://leg.u-bourgogne.fr/wp/1090701.pdf>.
- COLLETIS G., AUVRAY T., LAVIGNE S., MONTALBAN M., MORIN F. ET RADURIAU G. (2007), « La financiarisation des stratégies : transferts de risque, liquidité, propriété et contrôle », *Cahiers du GREThA*, n° 2007-09.
- COMMISSARIAT GÉNÉRAL DU PLAN (2002), « Rentabilité et risque dans le nouveau régime de croissance », *Président du groupe : Dominique Plihon, Rapporteurs : Marc-Antoine Kleinpeter, Olivier Passet et Renaud du Tertre*, Commissariat Général du Plan, Paris : La Documentation française, octobre.
- CORDONNIER L., DALLERY T., DUWICQUET V., MELMIÈS J. ET VAN DE VELDE F. (2015), *Le surcoût du capital : la rente contre l’activité*, coll. Presses Universitaires du Septentrion, Villeneuve-d’Ascq : La découverte.
- CROTTY J. (2000), « The Neoliberal Paradox : The Impact of Destructive Product Market Competition and ‘Modern’ Financial Markets on Nonfinancial Corporation Performance in the Neoliberal Era », in G. Epstein, *Financialization and the World Economy*, Northampton, MA : Edward Elgar.
- DALLERY T. (2009), « Post-Keynesian Theories of the Firm under Financialization », *Review of Radical Political Economics*, vol. 41, n° 4, pp. 492–515, Fall.

- DAVIS L. E. (2016), « Identifying the “financialization” of the nonfinancial corporation in the U.S. economy : A decomposition of firm-level balance sheets », *Journal of Post Keynesian Economics*, vol. 39, n° 1, pp. 115–141.
- (2017), « Financialization And Investment : A Survey Of The Empirical Literature », *Journal of Economic Surveys*, vol. 31, n° 5, pp. 1332–1358.
- DAVIS L. E., DE SOUZA J. P. A. ET HERNANDEZ G. (2019), « An empirical analysis of Minsky regimes in the US economy », *Cambridge Journal of Economics*, vol. 43, n° 3, p. 541–583.
- DE BANDT O., HARTMANN P. ET PEYDRÓ J. L. (2009), « Systemic risk : An update », in A. Berger, et J. P. Molyneux J. Wilson, *The Oxford Handbook of Banking*, Oxford : Oxford University Press, p. 633–672.
- D’ESPALLIER B. ET GUARIGLIA A. (2015), « Does the investment opportunities bias affect the investment–cash flow sensitivities of unlisted SMEs? », *The European Journal of Finance*, vol. 21, n° 1, pp. 1–25.
- DU TERTRE R. ET GUY Y. (2009), « Les caractéristiques des grandes entreprises cotées en France à l’ère du capitalisme financier », *Revue de L’IRES*, vol. 2009/3, n° 62.
- DU TERTRE R. ET GUY Y. (2018), « Stratégie de valorisation actionnariale, modèle de gestion financière et gouvernance dans les grands groupes cotés », in M. Aglietta, *Transformer le régime de croissance*, coll. Rapport pour l’Institut CDC pour la Recherche.
- (2019), « Gouvernance d’entreprise et finance », in M. Aglietta, *Capitalisme : le temps des ruptures*, Paris : Odile Jacob, pp. 267–343.
- DUMÉNIL G. ET LEVY D. (2004), *Capital resurgent, Roots of the neo-liberal revolution*, Harvard : University Press of Harvard.
- FAZZARI M. S., HUBBARD R. G. ET PETERSEN B. C. (1988), « Financing Constraints and Corporate Investment », *Brooking Papers on Economic Activity*, vol. 1988, n° 1, pp. 141–206, september.
- FAZZARI S. ET MOTT T. (1986), « The investment theories of Kalecki and Keynes : an empirical study of firm data, 1970-1982 », *Journal of Post-Keynesian Economics*, vol. 9, n° 2, pp. 171–187.
- FIEBIGER B. (2016), « Rethinking the financialisation of non-financial corporations : a reappraisal of US empirical data », *Review of Political Economy*, vol. 28, n° 3, p. 354–379.
- FLIGSTEIN N. ET SHIN T. (2007), « Shareholder Value and the Transformation of the U.S. Economy, 1984-2000 », *Sociological Forum*, vol. 22, n° 4, p. 399–424.
- FORGES DAVANZATI G., PACELLA A. ET SALENTO A. (2019), « Financialisation in context : the case of Italy », *Cambridge Journal of Economics*, vol. 43, n° 4, pp. 917–936, July.

- GARCÍA-CASTRO R. ET AGUILERA R. V. (2012), « A Decade of Corporate Governance Reforms in Spain (2000-10) », in A. Rasheed, et T. Yoshikawa, *Convergence of Corporate Governance : Promise and Prospects*, Basingstoke : Palgrave Macmillan, pp. 187–211.
- HALL P. A. (2018), « Varieties of capitalism in light of the euro crisis », *Journal of European Public Policy*, vol. 25, n° 1, pp. 7–30.
- HALL P. A. ET SOSKICE D. (2001), *Varieties of Capitalism : The Institutional Foundations of Comparative Advantage*, Oxford and New York : Oxford University Press.
- HAYNES M., THOMPSON S. ET M. W. (2003), « The Determinants of Divestment : A Panel Data Analysis », *Journal of Economic Behaviour and Organisation*, vol. 52, n° 1, pp. 147–166.
- HEIN E. (2010), « Shareholder value orientation, distribution and growth – short- and medium-run effects in a Kaleckian model », *Metroeconomica*, vol. 61, n° 2, pp. 302–332, May.
- (2013), « Finance-dominated capitalism and re-distribution of income : a Kaleckian perspective », *Cambridge Journal of Economics*, <http://cje.oxfordjournals.org/content/early/2013/08/08/cje.bet038.abstract>.
- HEIN E., DETZER D. ET DODIG N. (2016), *Financialisation and the Financial and Economic Crises. Country Studies.*, coll. New Directions in Modern Economics, Cheltenham : Edward Elgar.
- HELLMANN T. ET STIGLITZ J. E. (2000), « Credit and Equity Rationing in Markets with Adverse Selection », *European Economic Review*, vol. 44, n° 2, pp. 281–304, february.
- JEFFERS E. ET PLIHON D. (2001), « Investisseurs institutionnels et gouvernance des Entreprises », *Revue d'économie financière*, vol. 16, n° 2, pp. 5–20, December.
- (2008), « Capital Structure and Corporate Governance : the French Case », *Corporate Ownership & Control*, vol. 5, n° 2, pp. 427–433, Winter.
- JENSEN M. C. ET MECKLING W. H. (1976), « Theory of the Firm : Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure », *Journal of Financial Economics*, vol. 3, n° 4, pp. 305–360, october.
- KALECKI M. (1937), « The Principle of Increasing Risk », *The Review of Economic Studies*, vol. 4, n° 16, pp. 440–447, November.
- (1954), *Theory of economic dynamics, an essay on cyclical and long run changes in capitalist economy*, London : Allen & Unwin.
- KOO F. C. (2018), *The Other Half of Macroeconomics and the Fate of Globalization*, Chichester : John Wiley & Sons.
- KREGEL J. (2008), « Minsky's Cushions of Savety : Systemic Risk and the Crisis in the US Subprime Mortgage Market », *Public Policy Brief*, n° 93, Levy Economics Institute of Bard College, janvier.

- LANTENOIS C. (2010), « Direction des sociétés, modèle de reproduction des élites managériales et financiarisation du capitalisme allemand : Enseignements à partir d'un panel de vingt-cinq sociétés cotées », *Revue de la régulation*, n° 8, 2ème semestre, <http://regulation.revues.org/index8959.html>.
- LAVOIE M. (2015), *Post-Keynesian Economics : New Foundations*, Aldershot : Edward Elgar.
- LAZONICK W. (2015), « Stock buybacks : From retain-and-reinvest to downsize-and-distribute », *Discussion Paper*, n° 9908, Brookings Institution.
- LAZONICK W. ET O'SULLIVAN M. (2000), « Maximizing shareholder value : a new ideology for corporate governance », *Economy and Society*, vol. 29, n° 1.
- LEWELLEN J. ET LEWELLEN K. (2016), « Investment and Cash Flow : New Evidence », *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 51, n° 4, pp. 1135–1164.
- LOSADA C. ET PONOMAREVA Y. (2021), « Spain : From Honoured Authorities to Articulators of Expectations », in V. Zagieva, et S. Shekshnia, *Leading a Board. Chairs' Practices Accross Europe*, Singapore : Palgrave Macmillan, pp. 283–309.
- MINSKY H. P. (1986), *Stabilizing an unstable economy*, Yale : University Press of Yale.
- (1996), « Uncertainty and the Institutional Structure of Capitalist Economies », *Working Paper*, n° 155, Jerome Levy Economics Institute, April.
- MORIN F. (2013), *A World Without Wall Street ?*, coll. Seagull Books – The French List, Chicago : Seagull Books.
- ONARAN O., STOCKHAMMER E. ET GRAFL L. (2011), « Financialisation, income distribution and aggregate demand in the USA », *Cambridge Journal of Economics*, vol. 35, n° 4, pp. 637–661, July.
- 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*, vol. 32, n° 6, pp. 863–886, November.
- PILUSO N. ET COLLETIS G. (2012), « Shareholder value and equilibrium rate of unemployment », *Economics Bulletin*, vol. 32, n° 4, pp. 3233–3242, November.
- REFINITIV (2021), « Bases de données Worldscope et Datastream », octobre.
- ROODMAN D. M. (2009), « How to Do xtabond2 : An Introduction to "Difference" and "System" GMM in Stata », *Stata Journal*, vol. 9, n° 1, pp. 86–136.
- RYOO S. (2016), « Household debt and housing bubbles : a Minskian approach to boom-bust cycles », *Journal of Evolutionary Economics*, vol. 26, n° 5, pp. 1–36.
- SALENTO A. (2016), « The Financialization of Companies in Italy », *Oñati Socio-Legal Series*, vol. 6, n° 3, p. 795–815.



- SANTANA-MARTIN D. J. ET DIAZ I. A. (2007), « Corporate Ownership in Spain », *Corporate Ownership & Control*, vol. 5, n° 1, pp. 1255–89, Fall.
- STOCKHAMMER E. (2004), « Financialisation and the slowdown of accumulation », *Cambridge Journal of Economics*, vol. 28, n° 5, pp. 719–742, September.
- (2012), « Financialization », in J. Toporowski, et J. Michell, *Handbook Of Critical Issues In Finance*, Cheltenham : Edward Elgar, pp. 121–126.
- STOCKHAMMER E. ET ALI S. M. (2018), « Varieties of Capitalism and post-Keynesian economics on Eurocrisis », *Working Paper*, n° 1813, Post-Keynesian Economics Society, October.
- TORI D. ET ONARAN O. (2017), « The effects of financialisation and financial development on investment : Evidence from firm-level data in Europe », *Greenwich papers in political economy*, n° 4.
- TUFFÉRY S. (2017), *Data Mining et statistique décisionnelle*, Paris : Technip, 4ème éd.
- VAN TREECK T. (2008), « Reconsidering the investment-profit nexus in finance-led economies : an ARDL approach », *Metroeconomica*, vol. 59, n° 3, pp. 371–404.
- WRAY R. (2009), « The rise and fall of money manager capitalism : a Minskian approach », *Cambridge Journal of Economics*, vol. 33, n° 4, pp. 807–828, July.
- (2016), *Why Minsky matters : An introduction to the work of a maverick economist*, Princeton : Princeton University Press.
- WRAY R. ET TYMOIGNE E. (2008), « Macroeconomics Meets Hyman P. Minsky : The Financial Theory of Investment », *Working Paper*, n° 543, Levy Economics Institute, september.
- ZANARDI A. ET ZAGIEVA V. (2021), « Italy : Alignment for Effectiveness », in V. Zagieva, et S. Shekshnia, *Leading a Board. Chairs' Practices Accros Europe*, Singapore : Palgrave Macmillan, pp. 263–281.
- ZATONI A. (2020), « The evolution of corporate governance in Italy : formal convergence or path-dependence? », *Corporate Governance and Research & Development Studies – Open Access*, n° 1, CGR&DS, January.