



## **ECLAIRAGE**

### **REFORMES INSTITUTIONNELLES ET FINANCIARISATION**

### **EN FRANCE ET EN EUROPE**

PAR CELIA FIRMIN (ECONOMISTE)

Depuis la fin des années 1970, la France connaît des transformations majeures, aussi bien sur les plans macroéconomique qu'institutionnel. De nombreux auteurs parlent d'une tendance à la financiarisation de l'économie française (Plihon, 2003 ou Duménil et Lévy, 2005 par exemple). Les définitions varient, certaines sont très larges. Ainsi, par exemple pour Dore (2002), les transformations subies par les modèles nationaux de capitalisme ont conduit à l'accroissement de la domination de l'industrie financière sur les autres activités économiques. Les évolutions en cours dans la sphère financière se répercuteraient donc sur l'ensemble des activités économiques. Pour cet auteur, la financiarisation a également un impact microéconomique. Elle renvoie au rôle croissant des contrôleurs financiers dans le management des entreprises, à la croissance de la part des actifs financiers sur le total des actifs ainsi qu'à l'impact de plus en plus grand du marché financier comme facteur de détermination de la stratégie des entreprises, via le rôle exercé sur le contrôle des entreprises (pouvoir du conseil d'administration, menace de revente des actions si les objectifs de gestion ne sont pas atteints par les managers, etc.). La financiarisation se réfère également, pour ce qui est de son impact sur le plan macroéconomique, au caractère déterminant des fluctuations des marchés financiers sur les cycles économiques<sup>1</sup>.

---

<sup>1</sup> Pour une revue des différentes définitions, voir Epstein (2005). L'auteur donne également une définition très large : « *financialization means the increasing role of financial motives, financial markets, financial actors and financial institutions in the operation of the domestic and international economies* » (Epstein, 2005, p.3).

## **1 De l'encadrement du crédit à la libéralisation financière**

A partir des années 1970, des politiques sont mises en place en France pour développer les marchés financiers. Le système financier évolue ainsi d'un modèle reposant sur l'Etat et le secteur bancaire (1.1) à un système où les marchés prennent une place croissante (1.2). Il s'ensuit une forte hausse de la capitalisation boursière et des cours (1.3) ainsi qu'un recul du taux d'intermédiation, synonyme de réorientation des stratégies des banques (1.4).

### *1.1 La France des Trente Glorieuses : un système financier reposant sur l'Etat et le secteur bancaire*

Dans les années 1950, le secteur financier français reposait dans une large mesure sur le secteur nationalisé. Dès l'après-guerre, l'Etat se situe au centre du financement de l'économie et oriente les financements vers les secteurs jugés prioritaires. Il assure le financement des entreprises publiques par l'intermédiaire du Fonds de modernisation et d'équipement mais également les entreprises privées par le biais des institutions financières non bancaires et plus particulièrement les institutions financières spécialisées (Crédit National, Sociétés de développement régional, etc.). La loi du 2 décembre 1945 nationalise la Banque de France ainsi que les quatre plus grandes banques de dépôts.

L'Etat commence à se désengager du financement de l'économie à partir des années 1960 en incitant les banques à y participer davantage. L'économie devient une économie d'endettement dans laquelle le financement est assuré par crédit auprès des institutions financières (Delaplace, 2006). Plusieurs réformes contribuent ensuite à modifier le comportement des banques, avec l'objectif de permettre une déspecialisation de l'activité bancaire et un accroissement de la concurrence. Les réformes Debré de 1966-67 ont allégé les contraintes de spécialisation pesant sur les banques en supprimant la distinction entre banques de dépôts et banques d'affaires et ont instauré la liberté d'ouverture de guichets (Scialom, 2006). Les crédits distribués par les banques ont fortement augmenté à la suite de ces réformes<sup>2</sup>. Les banques accroissent alors leur intermédiation de marché et deviennent des acteurs majeurs du développement des marchés financiers. Elles agissent entre autres par la prise de participation dans des entreprises non financières.

Au début des années 1980, l'Etat mène une politique volontariste. Les nationalisations décidées par la loi du 11 février 1982 concernent les trente-six premières banques françaises dont les dépôts excèdent un milliard de francs. L'objectif de cette mesure était de mener une politique bancaire pour accompagner la politique industrielle. Au début des années 1980, 80 % des dépôts et des crédits étaient gérés sous le contrôle direct ou indirect de l'Etat (Scialom, 2006).

---

<sup>2</sup> Ils sont passés de 88 milliards de francs en 1962 à 258 milliards en 1969 puis 451 milliards en 1973 (Delaplace, 2006).

A partir du milieu des années 1980, le système de financement devient de plus en plus libéralisé sous l'impulsion de l'Etat et de la construction européenne.

## *1.2 Les années 1980 et 1990 : réformes institutionnelles et développement des marchés financiers*

Le système de financement français de l'investissement reposait surtout sur l'endettement au cours des Trente Glorieuses. Les réformes menées alors ont pour objectif de développer un marché des financements dans lequel les demandeurs arbitrent librement entre les différentes offres. La concurrence se renforce ainsi entre marchés et intermédiaires financiers. L'importance croissante des marchés financiers libéralisés par rapport aux intermédiaires financiers s'appuie sur plusieurs réformes. D'abord la libéralisation financière accompagnée d'une privatisation des entreprises industrielles et financières, puis la création d'un vaste marché des capitaux, notamment à l'échelle européenne et la création de la monnaie unique renforcent le caractère financier de l'économie (Plihon, 2003). L'accroissement du financement par émission de titres s'explique en grande partie par la libéralisation et le décloisonnement des marchés de capitaux. Le marché financier est réformé au cours des années 1980 pour favoriser son développement et son internationalisation.

### **1.2.1 L'ouverture du marché monétaire**

En France, la loi bancaire de 1984 met fin au régime de taux d'intérêt différenciés et fonde le concept d'établissement de crédit en éliminant la séparation entre banque de dépôt et banque d'affaire. Les établissements de crédit sont habilités à effectuer toutes les opérations de banque mais aussi la quasi-totalité des opérations de finance.

En 1985 débute également le processus de décloisonnement, qui consiste à réduire le nombre de marchés spécifiques (circuit bancaire et du Trésor, réseaux mutualistes et caisses d'épargne, etc.). L'une des réformes principales est celle de 1986 qui ouvre le marché monétaire aux agents non financiers (ménages et entreprises) et crée un marché d'options. L'introduction des titres de créances négociables et des bons du Trésor négociables participe à la mise en place du chaînon manquant entre le marché interbancaire et le marché obligataire (de Boissieu, 2006). Les entreprises peuvent émettre des billets de trésorerie sur ce marché pour leurs besoins de financement à court terme. *A priori*, ce marché permet aux entreprises de bénéficier de taux moins élevés que ceux pratiqués par les établissements bancaires, mais celles qui y recourent doivent disposer d'une taille suffisante, le montant minimal d'un titre émis étant à l'époque l'équivalent de cent cinquante mille euros.

La loi du 26 juillet 1995 dote les titres de créances négociables de caractéristiques homogènes (montant unitaire, mode de rémunération, modalités de placement, etc.) afin d'attirer les investisseurs. Ce cadre légal est revu en 1998 afin de faciliter les conditions d'émission et promouvoir l'ouverture européenne et

internationale de ces marchés. Les bons à moyen terme négociables à plus d'un an d'échéance, et les certificats de dépôts et les billets de trésorerie émis pour des échéances d'un jour à un an permettent l'instauration d'un continuum d'échéances entre le très court terme et le long terme. La seconde étape du processus de décloisonnement a été réalisée par la levée progressive de l'encadrement du crédit entre 1985 et 1987.

L'objectif de l'ouverture est double. Il s'agit à la fois d'accroître la place des capitaux étrangers dans le financement de l'économie et de créer un marché unifié des capitaux à toutes échéances. Ces réformes ont pour but de permettre aux agents non financiers d'arbitrer entre acquisition de titres à court et moyen terme sur le marché monétaire et à long terme sur le marché financier. L'ouverture doit ainsi atténuer l'intermédiation financière en limitant les financements monétaires du déficit budgétaire jugé comme inflationniste et en permettant aux entreprises de se procurer des capitaux à court et moyen terme sur un marché et non plus seulement auprès des établissements de crédit. En 1988 est promulguée la loi sur les Bourses de valeurs et le MATIF (MARCHÉ à Terme International de France) est créé.

### **1.2.2 Construction européenne et essor des marchés financiers**

La place importante occupée par les marchés financiers est également liée à leur intégration au niveau international mais surtout européen. De 1986 à 1990, le contrôle des changes est progressivement supprimé. En juillet 1990, la première phase du processus d'intégration monétaire européenne consacre la libéralisation des marchés de capitaux. Au niveau national, un marché unifié et structuré émerge. Les anciennes bourses de valeurs locales (Bordeaux, Lille, Lyon, Marseille, etc.) constituent depuis janvier 1991 avec celle de Paris un marché unifié qui rassemble toutes les valeurs cotées sur un même système informatique de négociation (CAC ou cotation assistée en continu depuis 1986 puis NSC, nouveau système de cotation, depuis 1995).

Une autre étape décisive expliquant les évolutions du système de financement est la loi du 2 juillet 1996 de modernisation des activités financières. Cette loi transpose en droit français la directive européenne qui définit le cadre régissant le marché unifié des services financiers en Europe et crée la catégorie juridique d'entreprises d'investissement (comme les sociétés de bourse). Elle complète celle de 1984 qui concernait essentiellement les activités traditionnelles d'intermédiation bancaire. La nouvelle loi spécifie le cadre des activités sur titres. Elle encadre les nouvelles formes d'intermédiation de marché mises en œuvre par les banques mais également par les entreprises d'investissement. Les banques peuvent par cette loi pratiquer elles-mêmes la confrontation des ordres en interne.

L'intégration monétaire modifie les règles de la concurrence bancaire, qui est renforcée par le Plan d'action pour les services financiers (PASF). La mise en place de la monnaie unique accroît la concurrence entre les établissements bancaires. Début 2005, le marché financier est réformé. Les premier, second et nouveau marchés sont supprimés et une cote unique est créée avec l'objectif de rendre plus lisible la cote

afin d'attirer de nouvelles entreprises sur les marchés. Pour les entreprises ne disposant pas d'une capitalisation suffisante pour accéder à Eurolist, un marché a également été ouvert en mai 2005, Alternext. Ce marché vise à accueillir des entreprises qui souhaitent bénéficier de conditions simplifiées d'accès au marché ou qui ne remplissent pas les conditions nécessaires pour une admission sur un marché réglementé, sous réserve de leur engagement en matière de transparence financière et de protection des investisseurs (Goyeau et Tarazi, 2006).

A ces mesures s'ajoutent celles de l'indépendance de la Banque de France en 1994 puis la création de la Banque Centrale Européenne indépendante et la mise en place de la monnaie unique en 1999. La politique monétaire n'a plus d'autre objectif que la stabilité des prix et le contrôle quantitatif du crédit, qui était indirect par le marché interbancaire, est abandonné au profit de l'utilisation d'instruments de marché.

Avec à ces réformes, le marché primaire s'est développé depuis la fin des années 1970 et plus encore au début des années 1980. En 1986, 54 % de l'investissement des entreprises est financée par le marché alors que cette part ne dépassait pas 8 % en 1970. Ce développement se produit à partir de 1983 sur le marché des actions (données de la Banque de France). Après un ralentissement en 1987 et 1988 à la suite du krach boursier d'octobre 1987, les émissions repartent à la hausse en 1989 mais à un rythme moindre. Cependant, nous verrons dans la section suivante que le rôle du marché en termes de financement est devenu discutable au cours des dernières années. En outre, le marché financier est dominé par quelques grandes entreprises. Au 31 décembre 2004, 663 entreprises françaises étaient cotées sur Euronext Paris, sur 2 568 550 entreprises.

### *1.3 Une capitalisation boursière croissante et des cours en forte hausse*

Les évolutions de la législation ont été suivies d'un véritable essor des marchés financiers, dont la capitalisation n'a cessé de croître, et cela dans la plupart des pays occidentaux, pour atteindre dans la zone euro 62 % du PIB en 2004 (tableau 1.1).

Tableau 1.1 : Capitalisation boursière

<i>Montants en fin d'année</i>	en 2003		en 2004	
	Montants en milliards d'euros	Montants (en % du PIB)	Montants en milliards d'euros	Montants (en % du PIB)
Allemagne	854	45%	972	44%
Autriche	45	22%	71	30%
Espagne	575	87%	765	90%
Finlande	135	106%	149	99%
Grèce	82	60%	99	59%
Irlande	67	56%	93	63%
Italie	487	42%	642	47%
Luxembourg	30	138%	41	157%
<b>Zone euro</b>	<b>3919</b>	<b>60%</b>	<b>4818</b>	<b>62%</b>
Danemark	94	56%	126	64%
Suède	232	97%	306	109%
Royaume-Uni	1948	137%	2330	135%
Etats-Unis	11295	130%	13277	139%
Suisse	576	226%	672	231%
Canada	704	104%	958	120%
Japon	2338	69%	2894	76%

Source : FIBV, OCDE.

Cette évolution se retrouve en France, où la capitalisation boursière passe de 1745 milliards d'euros en 2002 à 2671 milliards en 2006. Cette évolution est surtout liée à celle des actions, dont la part passe de 53 % de la capitalisation en 2002 à 69 % en 2006 et qui représente la quasi-totalité des transactions. Par contre, le nombre de sociétés cotées diminue sur la période (tableau 1.2).

Tableau 1.2 : Montant de la capitalisation du marché financier en France entre 2002 et 2006

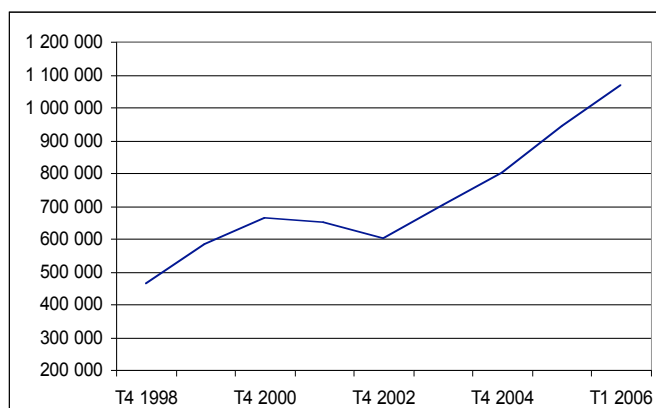
	2002	2003	2004	2005	2006
<b>Capitalisation (milliards euros)</b>	<b>1745,8</b>	<b>1884,0</b>	<b>1960,9</b>	<b>2349,5</b>	<b>2671,7</b>
Actions (sociétés cotées sur eurolist)	927,8	1075,0	1147,0	1490,9	1841,6
Obligations	818,0	809,0	813,9	858,6	830,1
<b>Transactions (milliards euros)</b>	<b>1009,4</b>	<b>884,1</b>	<b>1001,2</b>	<b>1108,7</b>	<b>1538,9</b>
Actions (sociétés cotées sur eurolist)	1002,4	877,8	993,9	1103,3	1534,8
Obligations, Euronext-Paris	7,0	6,3	7,3	5,4	4,1
<b>Nombre de sociétés cotées sur Eurolist</b>	<b>873</b>	<b>817</b>	<b>787</b>	<b>749</b>	<b>730</b>

Source : Autorité des Marchés financiers.

La capitalisation boursière passe ainsi de 112,7 % du PIB en 2002 à 149 % en 2006 alors que les émissions d'actions passent de 7,9 milliards d'euros en 1980 à 33,7 milliards en 1990 puis 113,7 milliards en 2000 (Plihon, 2003, p. 55). Ce processus s'explique pour partie dans les années 1990 par les privatisations.

L'essor des marchés financiers s'accompagne d'un développement important des fonds d'investissement, dont les actifs augmentent de près de 130 % entre 1998 et le premier trimestre 2006 (graphique 1.1).

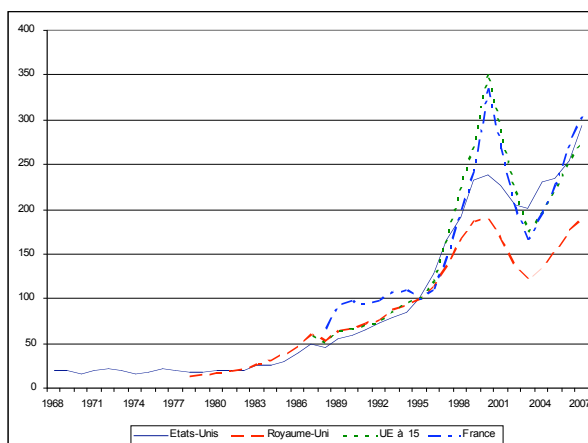
Tableau 1.1 Actifs des fonds d'investissement français en millions d'euros, encours en fin de période



Source : Banque de France.

Cette évolution s'explique en grande partie par la très forte hausse des cours. Entre 1995 et 2001, l'indice des cours des actions de l'Union européenne à 15 a été multiplié par près de 3,5 (graphique 1.2).

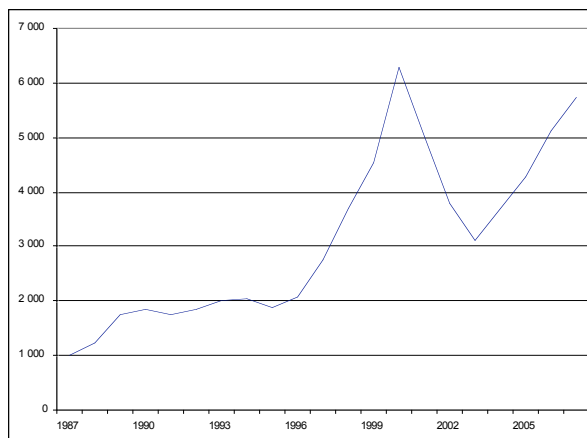
Tableau 1.2 Indice des cours des actions



Source : Eurostat.

L'envolée des cours boursiers concerne également la France, dont l'indice du CAC40 a quasiment retrouvé, fin 2007, son niveau précédant le retournement de 2001 (graphique 1.3).

Tableau 1.3 Evolution du CAC40



Source : Euronext.

Cependant, en Europe, les capitaux drainés par les sociétés cotées sur les marchés d'actions diminuent depuis 2001 (AMF, 2005). Globalement, les entreprises européennes n'ont fait appel que modestement aux marchés d'actions cotées pour financer leur activité, comme en témoigne le net recul depuis 2001 des flux nets d'émission. Pour les sociétés non financières (SNF) françaises, les flux nets de financement par actions diminuent fortement après les pics de 1999 et 2000. L'accroissement des émissions sur ces années renvoie surtout aux opérations de fusions-acquisitions transfrontalières. Depuis l'éclatement de la bulle boursière, les introductions en bourse tendent à stagner en Europe. Elles ont fortement décru en France depuis le début des années 2000.

Par ailleurs, en France, la modification de la législation concernant les rachats d'actions en 1998 s'est traduite par un développement significatif de cette pratique. Le volume des rachats effectifs d'actions représente environ 10 % des montants autorisés. Ils sont relativement stables depuis l'année 2000, fluctuant entre 10 et 13 milliards d'euros pour les sociétés cotées. Les volumes de rachats se concentrent autour d'un petit nombre de sociétés, plus de la moitié des montants alloués aux rachats l'ayant été par une dizaine d'entre elles. Cette pratique renforce les interrogations quant au rôle des marchés comme financeur de l'activité économique.

Ainsi, pour Aglietta et Rebérioux (2004), la principale fonction des marchés financiers n'est pas tant le financement de l'investissement, qui n'est que rarement à l'origine de l'entrée sur les marchés boursiers ou de l'émission de nouveaux titres, mais le transfert de créances et donc de risques. Le marché financier remplit également une fonction de croissance externe, en finançant des acquisitions par échanges de titres. Par ailleurs, se développe également une fonction liée à la rémunération, avec le recours accru aux stock-options.

#### *1.4 Une réorientation des activités des banques*

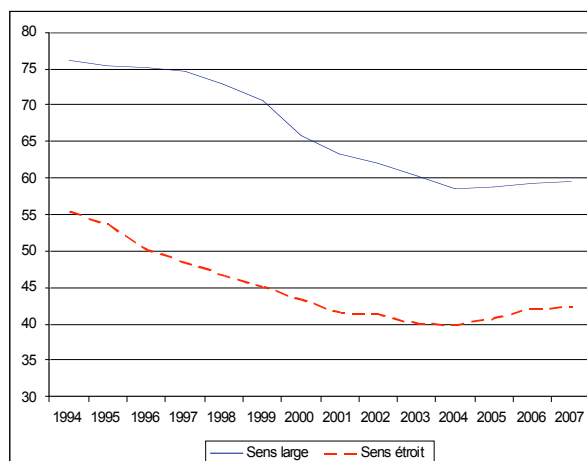
L'essor des marchés d'actifs pose la question de l'évolution du rôle des banques. A partir des années 1990, la part de la valeur ajoutée des sociétés financières dans le PIB connaît un recul d'un point, passant de 5,9 % en 1989 à 4,8 % en 2006. D'autre part, l'emploi dans les branches de l'intermédiation financière tend à stagner voire à reculer légèrement, passant de 2 % de l'emploi total en 1990 à 1,8 % en 2006. Cependant, cette stagnation relève plus des phénomènes de concentration bancaire et de fusions, engendrant des économies d'échelle, que d'un réel recul de l'activité bancaire. Gadrey (1996) montre en effet que les gains de productivité sont sous-évalués à partir d'une estimation effectuée sur la valeur ajoutée ou sur le produit net bancaire. Il est par ailleurs difficile de mener une évaluation de la production des banques et plus généralement des institutions financières à partir de la comptabilité nationale. Celle-ci y est mesurée par le total des revenus de la propriété reçus (intérêts et dividendes) diminués des intérêts versés, ce qui représente plutôt les marges réalisées par les banques. Il est donc difficile, à partir de la comptabilité nationale, d'analyser les transformations du rôle des institutions financières. C'est pour cette raison que nous utiliserons ici d'autres indicateurs, à la différence du chapitre suivant, qui s'appuiera sur les données de la comptabilité nationale.

Le taux d'intermédiation financière constitue un indicateur intéressant pour analyser les évolutions du rôle des banques. L'essor des marchés d'actifs s'est accompagné d'un recul de ce taux qui représente la part des financements totaux des agents non financiers effectuée par les intermédiaires financiers<sup>3</sup> (graphique 1.4).

---

<sup>3</sup> Le taux d'intermédiation au sens étroit rapporte les crédits à l'ensemble des financements des agents non financiers. Le taux d'intermédiation au sens large rapporte l'ensemble des financements accordés par les intermédiaires financiers (crédits, titres du marché monétaire, obligations et actions) au total des financements des agents non financiers.

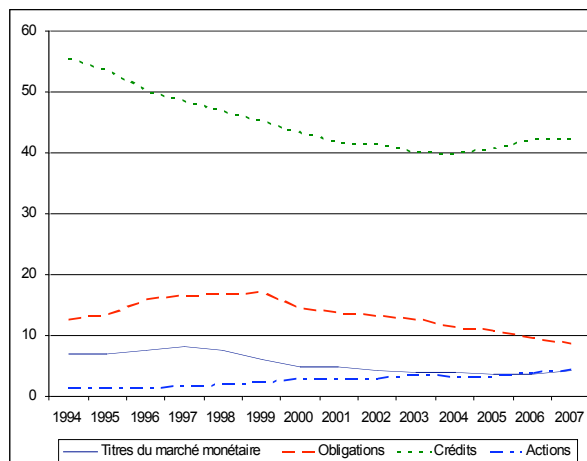
Tableau 1.4 Taux d'intermédiation financière en %



Source : Banque de France

Au sein de ce taux d'intermédiation, les crédits représentent la principale variable explicative du recul constaté, alors que les actions tendent par contre à augmenter, bien que leur part demeure faible, en étant toujours inférieure à 10 % en 2007. Les crédits restent la principale composante de l'intermédiation : ils se stabilisent en 2006 et 2007 autour de 42 % (graphique 1.5).

Tableau 1.5 Composition en % du taux d'intermédiation au sens large

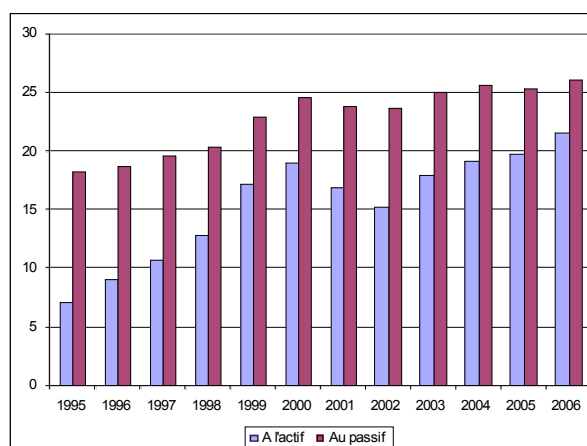


Source : Banque de France

Cependant, comme le souligne Plihon (2003), le recul du rôle des banques que laisserait entendre la baisse du taux d'intermédiation financière est à nuancer. A la suite des innovations financières, la frontière devient en effet de plus en plus floue entre financement bancaire et financement de marché. Une proportion importante des transactions sur les marchés des titres passe dorénavant par les banques. Les opérations sur titres réalisées par les banques occupent ainsi une part croissante de leur activité. Les évolutions de la structure du bilan des banques, à l'actif comme au passif, expriment cette tendance. Les banques financent ainsi de plus en plus les entreprises en achetant leurs titres et elles collectent une part

importante de leurs ressources en émettant elles-mêmes des titres sur les marchés. Ainsi, la part des actions et titres d'OPC dans le bilan des institutions financières est croissante, à l'actif comme au passif, malgré un léger tassement entre 2000 et 2002 consécutif au retournement boursier (graphique 1.6). Les titres à l'actif passent de 7 % de l'encours des actifs financiers en 1995 à 21,6 % en 2006. Cette hausse s'effectue au détriment des crédits, qui passent de 35,8 % des encours à l'actif en 1995 à 23,3 % en 2006.

Tableau 1.6 Part des actions et titres d'OPC dans le bilan des institutions financières



Source : INSEE, Comptes financiers, base 2000

Les politiques menées à partir de la fin des années 1970 ont donc contribué à modifier la structure du système financier français, avec une croissance importante des marchés financiers. Cependant, plutôt que de reculer, les activités des banques se réorientent vers les activités de marché, amenant ainsi à parler d'une financiarisation de leur bilan. Le rôle croissant occupé par les marchés financiers, bien que celui-ci ne passe pas forcément, comme nous l'avons vu, par son rôle de financement, est renforcé par les politiques de privatisation qui sont menées à partir du milieu des années 1980.

## 2 Privatisations, influence croissante des investisseurs institutionnels et évolution de la gouvernance des entreprises

La majorité des entreprises industrielles détenues par l'Etat est privatisée dans les années 1980 et 1990. Les privatisations tendent à amoindrir les spécificités institutionnelles de l'économie française (2.1) et à favoriser les prises de position des investisseurs institutionnels, notamment étrangers, et la propagation des principes de la « gouvernance d'entreprise ».

### 2.1 Des spécificités institutionnelles qui s'estompent avec les privatisations

La privatisation d'un nombre important d'entreprises dans les années 1980 et 1990 constitue également l'un des principaux vecteurs du changement du système financier. Ces privatisations ont en effet

mécaniquement « approfondi » les marchés financiers existants (Amable, 2005). Elles représentent également un facteur de remise en question des spécificités de l'économie française et de propagation des principes de « gouvernance d'entreprise ».

Les lois du 2 juillet et du 6 août 1986 lancent un programme de privatisation des banques nationalisées en 1945 et 1982. La politique de privatisations débute dès 1987 avec la privatisation de Paribas, puis elle est suspendue en 1988. Les privatisations sont relancées en 1993 et s'achèvent en 1999. Elles ont été poursuivies quelque soit la majorité politique au pouvoir. Le gouvernement Balladur procéda en 1993 à une cession d'actifs de 16,3 milliards d'euros (BNP, UAP, Alcatel, Alstom, Rhône-Poulenc, Elf, la SEITA). De nouvelles privatisations furent menées en 1995 sous Juppé, pour un montant de 9,4 milliards d'euros (Usinor-Sacilor, Renault, la CG maritime, Pêchiney, Bull, etc.). Les plus importantes privatisations eurent lieu sous le gouvernement Jospin, avec près de 31 milliards d'euros durant sa législature (le Crédit lyonnais, le GAN, le CIC, l'UIC, CNP Assurances, La Société marseillaise du Crédit, Dassault, l'Aérospatiale, Thomson CSF, Thomson multimédia, EADS, ASF, TDF, la SFP, les Autoroutes du Sud de la France, France Telecom et Air France).

Cependant, dans un premier temps, les privatisations ont été réalisées avec la volonté politique de promouvoir des groupes d'actionnaires stables. La restructuration du secteur bancaire s'effectue ainsi par la désignation de groupes d'actionnaires auxquels sont transférés les droits de propriété des banques. Les deux premières vagues de privatisations de 1987 et 1993 s'appuient sur les sociétés d'assurance afin de constituer des groupes d'actionnaires stables. La France est également marquée par la place importante du secteur mutualiste qui gère, en 2003, 58 % des dépôts et 41 % des crédits (Jeantet, 2006). A cette date, les établissements publics ne collectent donc plus de dépôts et n'octroient qu'une très faible proportion des crédits. Le contrôle de l'Etat sur les entreprises a ainsi fortement reculé, 74 % du capital des 50 premiers groupes non financiers étaient contrôlés par l'Etat en 1984, contre 23 % en 1999 (Plihon, 2002).

Les spécificités institutionnelles de l'économie française ont ainsi limité une financiarisation à l'anglo-saxonne (présence de noyaux durs, place importante des banques appartenant à l'économie sociale, caractère public de la protection sociale, etc.). Lorsque le mouvement de privatisation a été engagé, la recherche de constitution de « noyaux durs » a placé les banques au centre du dispositif de contrôle. Ces noyaux représentent un mode spécifique de participations croisées qui relie les grandes sociétés industrielles, les banques et les sociétés d'assurance dont l'objectif est la préservation de la stabilité de la propriété et la capacité à mettre en œuvre des stratégies industrielles de long terme. Les gouvernements décidèrent de privatiser les groupes en appliquant les proportions suivantes : 10 % pour les salariés, 15 % pour les investisseurs étrangers, 50 % pour les investisseurs individuels et institutionnels français et 25 % « aux noyaux durs ». La propriété du capital est alors restée très concentrée entre les mains de blocs d'actionnaires français qui disposaient d'un puissant pouvoir de contrôle.

Cependant, à partir du milieu des années 1990, ces spécificités ont tendance à s'amoindrir du fait des réformes et politiques menées ainsi que de la crise bancaire qui a conduit les banques à désinvestir. Plus précisément, jusqu'en 1986, début des privatisations, les grandes entreprises industrielles et financières françaises avaient l'Etat pour unique actionnaire. Afin de conserver le contrôle des entreprises privatisées par des blocs d'actionnaires français, la constitution de « noyaux durs » a été recherchée, ainsi que la mise en place de participations croisées, comme nous venons de le voir. A partir du milieu des années 1990, la pression des investisseurs étrangers désirant une levée des obstacles au contrôle externe par le marché tend à démanteler les noyaux durs d'actionnaires et à relâcher les participations croisées (Plihon, 2002). La fusion entre les sociétés d'assurance AXA et UAP en 1996 constitue le point de départ du processus de démantèlement. Les blocs de contrôle ont été remplacés par des investisseurs institutionnels indépendants, ce qui a affaibli les actionnaires majoritaires et le système de « contrôle interne » (Plihon, 2003). La multiplication des offres publiques d'échange avec les entreprises étrangères avec lesquelles les entreprises françaises fusionnent contribue à défaire ces noyaux. Cependant, l'ouverture du capital des entreprises à des actionnaires minoritaires avait également pour objectif de limiter les OPA hostiles ainsi que d'apporter des ressources nouvelles pour financer les opérations de croissance externe, la plupart des grands groupes français menant des opérations de fusions-acquisitions au cours des années 1990. Au terme de ces évolutions, la part des droits de vote du principal groupe d'actionnaires serait tombée à 20% pour les groupes du CAC40<sup>4</sup> à la fin des années 1990 (Becht et Mayer, 2000).

## *2.2 Une influence croissante des investisseurs institutionnels et des principes de « gouvernance d'entreprise »*

Le recul de l'Etat et le démantèlement des noyaux durs se sont produits parallèlement à une montée en puissance des investisseurs institutionnels, notamment étrangers. La part de ces derniers dans la capitalisation est passée de 23,5 % en 1993 à 36,9 % en 1999 puis 43 % à la fin 2002 (Banque de France, 2003). En 1999, dans son ensemble, la part des investisseurs étrangers dépasse parfois les 50 % dans certaines entreprises, bien qu'ils soient minoritaires individuellement (Plihon, 2002), avec des taux de participation généralement inférieurs à 1 % du capital.

L'internationalisation des sources de financement est à l'origine de l'adoption des règles internationales de comptabilité et de la montée en puissance des investisseurs institutionnels. La dynamique pour le marché du contrôle des entreprises peut être évalué en observant les OPA hostiles (Amable, 2005). Ces dernières ont particulièrement augmenté en France, notamment dans la banque et l'industrie pétrolière. Les prises de contrôle hostiles annoncées à l'encontre d'entreprises françaises sont passées de 1,9% de la valeur des transactions pour la période 1980-1989 à 5,4% pour 1990-1998 (Guillen, 2000). Le passage d'un actionnaire unique, l'Etat, à un grand nombre d'actionnaires minoritaires et souvent étrangers dans le capital des entreprises explique l'évolution de leurs pratiques de gestion. Pour les actionnaires minoritaires,

---

<sup>4</sup> Ce taux est de 5,4 % aux Etats-Unis et s'élève à 57,5 % en Allemagne.

Les entreprises sont considérées de ce fait comme des actifs financiers dont il convient de maximiser la valeur. Le décalage entre la part des actions détenues par les investisseurs étrangers en 2002 (43 %) et leur activité au niveau des transactions (73 % des transactions au quatrième trimestre 2002 à la Bourse de Paris<sup>5</sup>) montre l'instabilité de ces investissements et leur inscription dans une logique de placements financiers à court terme plutôt que de prises de participation industrielle durable. Le taux de rendement du capital devient fixé *a priori*, de façon exogène, en fonction des normes du marché. Cet élément constitue un trait majeur de la financiarisation que nous retiendrons dans la suite de l'analyse, et notamment dans notre modèle. Ces actionnaires poussent également au développement des principes de gouvernance d'entreprise qui visent à améliorer la transparence de l'information pour assurer un contrôle des dirigeants, notamment via leurs modalités de rémunération. En 1998, de nouvelles lois sont votées pour autoriser les sociétés à racheter leurs actions dans une limite de 10 %.

Enfin, les pouvoirs publics ont contribué à approfondir l'adoption des principes de gouvernance d'entreprise par le vote le 2 mai 2001 de la loi sur les « nouvelles régulations économiques ». Cette loi organise une redistribution des pouvoirs au sein de l'entreprise, le directeur général assurant l'administration générale de la société et le conseil d'administration concevant la stratégie d'ensemble et la surveillance de celle-ci. Pour Plihon (2003), cette disposition peut être considérée comme un affaiblissement du pouvoir des managers au profit des actionnaires. Cette loi organise également une distribution de droits nouveaux aux actionnaires, notamment dans l'expertise de gestion rendue plus accessible, et le recours possible aux juges. Concernant les salariés, cette loi entérine la notion d'actionnariat salarié en reconnaissant le droit à l'ensemble des salariés d'être titulaires d'actions de leur entreprise pour pouvoir intervenir aux assemblées. Le comité d'entreprise acquiert également un droit d'accès aux juges. Enfin, l'obligation des dirigeants des sociétés cotées de fournir des informations, concernant notamment leurs rémunérations, est introduite. Cette mesure s'applique également aux sociétés non cotées.

Shinn (2001) a élaboré un indicateur de conformité aux pratiques de la « corporate governance ». Sept points entrent dans l'évaluation : les règles de comptabilité, l'exigence d'un audit externe, la présence de membres indépendants dans le conseil d'administration, l'existence d'obligation de la direction vis-à-vis des actionnaires, les règles de droit de vote, l'absence ou la présence de disposition anti-OPA et l'existence d'incitations financières significatives pour la direction (stock-options). Selon cette méthode, la France a accru son degré de conformité au principe de la « corporate governance », en passant de l'indice 3 en 1989, à 4 en 1994 puis 5 en 1999. Seules les règles de droit de vote (une action une voix) et l'absence de défense contre les prises de contrôle ne sont à cette période pas respectées.

Les nombreuses innovations financières (développement de nouveaux titres et marchés et développement des organismes de placement en valeurs mobilières) avaient pour objectif d'attirer les

---

<sup>5</sup> Banque de France, 2003.

investisseurs. Les politiques d'incitation fiscale menées à partir de la fin des années 1970 visent également à inciter les ménages à détenir des valeurs mobilières. Pour Aglietta (1999), l'évolution de l'épargne des salariés représente l'un des facteurs de transformation de la finance. D'une épargne orientée vers l'acquisition d'un logement et de biens d'équipement et de transport, l'épargne vise surtout depuis le début des années 1980 l'acquisition d'une richesse financière. Un nouveau mode d'articulation entre épargne des salariés et rentabilité des entreprises émerge alors. L'institutionnalisation de l'épargne financière transforme les salariés qui épargnent, soit individuellement soit collectivement, en actionnaires des entreprises. Cependant, nous verrons dans un prochain article que cela ne concerne qu'une faible proportion des salariés et que les revenus du capital ne modifient que modestement la formation du revenu des ménages. L'orientation de l'épargne des ménages vers les fonds propres des entreprises françaises, que les actions soient cotées de manière directe ou via les intermédiaires financiers, répondait cependant en partie à la volonté politique de former un actionariat stable. Pour cela, des avantages fiscaux étaient accordés après un certain nombre d'années de détention.

Ces évolutions marquent pour Plihon (2003) le passage d'une économie d'endettement à une économie de marchés financiers avec une tendance à la désintermédiation des financements. Le marché des actions, devenu central, remplit trois principales fonctions. Il contribue au financement des entreprises, à leur évaluation, et à leur restructuration. Cependant, le comportement des banques a évolué et rend les frontières entre financement bancaire et financement de marché de plus en plus floues. Elles émettent et acquièrent en effet des titres sur les marchés, ce que Plihon (1995) intitule « *l'intermédiation de marché* ».

## CONCLUSION

Les années 1980 et 1990 se caractérisent donc par un développement des marchés de capitaux et par un recul de l'activité des intermédiaires financiers, ou plutôt un redéploiement vers des activités financières. Globalement, le développement des marchés bénéficie pour l'essentiel aux administrations publiques et à quelques grandes entreprises. Le rôle des institutions financières et monétaires s'est ainsi profondément modifié au cours des années 1980 et 1990 à la suite des évolutions législatives et des privatisations du secteur bancaire et d'un grand nombre d'entreprises industrielles. Le marché financier a connu un essor important, comme l'illustre le poids de la capitalisation boursière comparé au PIB, alors que l'activité d'intermédiation financière a connu une tendance au repli. Cependant, loin d'illustrer un recul du rôle des banques, ces évolutions montrent plutôt une réorientation de leur stratégie vers les activités de marché.

En outre, le développement des marchés financiers n'exprime par non plus forcément une modification importante des comportements de financement de l'investissement, mais plutôt une évolution au niveau de la gestion des entreprises, tant d'un point de vue de stratégie industrielle que de stratégie de rémunération. Il ressort donc de cette étude une tendance à la financiarisation de l'économie, avec un développement des activités sur les marchés financiers.