

**IMPACT DE LA FINANCIARISATION DE L'ÉCONOMIE SUR LA
CRÉATION DE VALEUR ACTIONNARIALE. ENJEUX ET PERSPECTIVES:
UNE REVUE DE LA LITTÉRATURE**

**Impact of the financialization of the economy on the creation of shareholder value
issues and perspectives: A review of the literature**

GHEDDACHE Lyes¹

¹UMMTO, lyes.gheddache@ummto.dz

BELADEL Aghiles²

²Enseignant vacataire (Master en finance d'entreprise), UMMTO, beladelaghiles@yahoo.fr

Date de réception : 01/06/2022 Date d'acceptation : 07/12/2022 Date de publication : 10/01/2023

Résumé :

Aujourd'hui, la mondialisation des marchés capitaux et la mutation de l'environnement financier orientent l'entreprise vers un nouveau mode de gouvernance, où le concept de création de valeur actionnariale (*shareholder value*) tient un rôle central et constitue un levier indispensable pour la pérennité de l'entreprise. Ce travail de recherche est dans le cadre macroéconomique, qui correspond à une approche globale d'éclairage et de compréhension de la prééminence de la réalité financière sur la réalité industrielle dans le contexte des entreprises occidentales et spécifiquement américaines (parce que, c'est dans ce contexte que née le capitalisme financier).

Mots clés : Mondialisation, Financiarisation, Gouvernance, Création de valeur actionnariale.

Jel classification codes : G 23 ; G 24 ; G 10

Abstract:

Today, the globalization of capital markets and the change in the financial environment are directing companies towards a new form of governance, where the concept of creating shareholder value plays a central role and constitutes an essential lever for the sustainability of the company. This research work is in the macroeconomic framework, which corresponds to a global approach of lighting and understanding of the pre-eminence of financial reality over industrial reality in the context of Western and specifically American companies (because, it is in this context that financial capitalism was born).

Keywords: Globalization, Financialization, Governance, Creation of shareholder value

Auteur correspondant: GHEDDACHE Lyés ; lyes.gheddache@ummto.dz

1. Introduction

La finance est une branche dépendante de l'économie et qui est au service de celle-ci. Son rôle est d'assurer l'équilibre dans l'économie entre les besoins et les excédents de financements. Elle a un côté très pratique et vécu au quotidien, dans la mesure où la plupart des individus s'insèrent dans une économie financiarisée, du fait de leurs familiarisations avec certains termes financiers (compte en banque, crédit, placement, assurance, etc.). Par ailleurs, la finance a un côté « *obscur et ésotérique* », dans la mesure où certains mécanismes financiers sont très complexes et sont à l'origine de scandales dont la dimension financière est importante. Par conséquent, elle n'a pas toujours bonne presse puisque certains la considèrent comme une branche déconnectée de l'industrie ou bien comme une « *verrue malfaisante* » qui correspond à un ensemble de mécanismes parasites freinant, ou empêchant même, le développement de l'économie réelle.

Aujourd'hui, la globalisation des marchés de capitaux a pris une grande ampleur, et les liens transfrontières entre les marchés n'ont jamais été aussi étroits. Ainsi, la mutation de l'environnement financier et le développement des marchés de capitaux orientent l'entreprise vers une nouvelle forme de gouvernance, où le concept de création de valeur actionnariale (*shareholder value*) tient un rôle central et constitue un levier indispensable pour la survie et la stabilité de l'entreprise. En effet, dans une économie moderne soumise à une concurrence mondialisée et condamnée à l'innovation technologique, les entreprises ont besoin des actionnaires pour satisfaire leur besoin de financement et se développer grâce à la maximisation de leur richesse (BELADEL, 2016, p. 6).

Cependant, cela ne signifie pas que les actionnaires doivent avoir tous les droits, et demander une rémunération excessive, c'est-à-dire, au-delà des limites de l'entreprise. De plus, cela ne signifie pas également que les parties prenantes de l'entreprise (salariés, clients, fournisseurs, etc.) doivent être négligées. Bien au contraire, ceci est dans l'intérêt même des actionnaires. L'importance des marchés financiers et l'émergence du pouvoir des actionnaires ont contribué à l'apparition de nouveaux modes de gestion et d'évaluation de l'entreprise. En effet, le capitalisme est passé d'un modèle productif, où la richesse était produite par l'industrie (capitalisme industriel), vers un modèle financier, où la richesse est plus le résultat de manipulations financières, qui ne reflètent pas la réalité économique de l'entreprise (capitalisme financier). Ainsi, le concept de la « *titrisation* » qui est une innovation financière, a permis l'émergence de milliardaires.

Par ailleurs, la création de valeur actionnariale va se hisser comme un indicateur de performance pertinent qui favorise la transparence entre les marchés financiers et la gestion interne des entreprises. Elle se définit, à travers la capacité de l'entreprise à effectuer des investissements, plus ou moins risqués, avec une rentabilité qui est supérieure au coût moyen pondéré du capital, c'est-à-dire, au coût des fonds propres et des dettes. De ce fait, cet alignement financier de la stratégie des entreprises sous l'influence du modèle de création de valeur actionnariale a modifié en profondeur leur management en (HAMADOUCHE, 2008):

- Introduisant de nouveaux liens entre la stratégie et la finance ;
- Replaçant les actionnaires comme acteurs principaux ;
- Remplaçant les modèles stratégiques d'analyse de la concurrence par des modèles de calcul de valeur.

L'objet de notre étude est d'aborder l'impact de la financiarisation de l'économie sur la création de valeur actionnariale à travers les enjeux et les perspectives d'une vision homogène du management fondée sur la logique financière (logique des marchés financiers). En ce sens, notre

travail de recherche s'inscrit dans un cadre macroéconomique, qui correspond à une approche globale d'éclairage et de compréhension de la prééminence de l'économie financière sur l'économie réelle dans le contexte des entreprises occidentales et spécifiquement américaines

De ce qui précède découle la question centrale de notre travail qui peut être formulée comme suit : Ayant traité à un contexte de financiarisation de l'économie, la logique financière serait-elle à elle seule créatrice de valeur pour l'actionnaire ? En d'autres termes, nous cherchons à savoir, est-ce que l'entreprise dans ce contexte de financiarisation accrue de l'économie arrive-t-elle à créer de la valeur pour l'actionnaire à travers le capital financier indépendamment du capital productif. Cela va nous conduire à essayer de comprendre s'il y a une vision d'un enrichissement à court terme au détriment d'un enrichissement sur le long terme qui risque d'induire des répercussions négatives sur la compétitivité des entreprises et sur l'économie en général (crises financières, chômage, dégradation de la vie sociale, abandon d'activités ou de filiales peu rentables, envols de la rémunération des actionnaires et des dirigeants, *turn over* des dirigeants...etc.)

Pour mener à bien notre travail de recherche, nous l'avons structuré en deux parties. Dans un premier temps, et dans le cadre de la financiarisation de l'économie, nous examinons en quoi consiste la logique financière dans le sillage de la maximisation de la valeur actionnariale. Dans un second temps, il s'agit de regarder si l'application de cette logique à elle seule est créatrice de valeur pour l'actionnaire.

2. La logique des marchés financiers

La logique financière du capitalisme pourrait laisser croire à un changement de nature de celui-ci dans la période récente. Or, la finance est l'élément intrinsèque du capitalisme. Simplement, ce modèle économique connaît aujourd'hui une forme particulière d'accumulation privée dans laquelle un nouveau critère de gouvernance et de gestion par la création de valeur actionnariale tient un rôle central et constitue un levier indispensable pour la survie et la croissance de l'entreprise (HARRIBEY, p. 02).

2.1. Logique du capitalisme financier dominant

Le capitalisme est basé sur un système fondé sur le libéralisme économique qui se caractérise par la propriété privée des moyens de production et le droit de s'enrichir grâce à l'accumulation du capital qui est due aux profits réalisés (réinvestissement permanent des profits pour développer les moyens de production et les profits futurs). Ce système capitaliste est basé sur des biens réels : terrains, forêts, mines, immeubles, usines... etc.

Le capitalisme financier désigne un sous-élément du capitalisme où le profit est basé sur les produits financiers, des ventes ou achats d'actions, ou des spéculations sur les matières premières. Ce dernier, profiterait surtout aux banques et aux actionnaires au détriment du plus grand nombre. Déconnecté de l'économie réelle qui est basée sur la production et l'échange de biens, il serait responsable des bulles financières débouchant sur des krachs boursiers et des crises financières.

Ainsi, la financiarisation se présente comme la mise en place d'un régime d'accumulation centré sur la reproduction du capital financier. Ce dernier, pourrait dorénavant s'accumuler sans travail, s'auto-engendrer en quelque sorte. Cette vision était très ancienne vu que le fond de la pensée néoclassique a toujours été de croire à la « *productivité du capital* ». De ce fait, elle prend aujourd'hui une forme moderne avec cet objectif unique du management fondé sur la création de valeur pour l'actionnaire.

Par ailleurs, trois lieux communs forment le socle de la théorie du capital financier. Ils sont véhiculés d'un côté par les « analystes », chroniqueurs et éditorialistes qui prêchent les vertus économiques et sociaux de la puissance financière dans les revues d'affaires et les publications des organisations internationales telles que l'OCDE et le FMI, que par ses critiques et détracteurs du *Monde diplomatique* et autres publications militantes (PINEAULT, 2002, p. 30).

Ces trois lieux communs se présentent comme une analyse actualisée de la théorie marxienne du capital financier. Ils s'articulent comme suit :

- 1) Le pouvoir de la finance repose sur la mobilisation de l'épargne et sur son investissement en tant que capital ;
- 2) Ce pouvoir a pour origine et fondement les systèmes financiers de type anglo-saxon centrés sur l'allocation du capital par le biais de marchés plutôt que les banques ;
- 3) Les investisseurs institutionnels, parce qu'ils contrôlent l'épargne des classes salariées, sont des acteurs hégémoniques dans ces systèmes financiers et imposent leurs normes de rentabilité aux entreprises industrielles.

Le premier lieu commun signifie que la finance dispose d'un pouvoir économique et social qui se manifeste à travers la conversion de l'épargne en « titres » par le biais de la bourse. Ainsi, les entreprises dépendent de cet apport en capitaux des marchés financiers. L'épargne se confond dès lors avec l'investisseur.

Le second lieu commun se base sur le financement direct des investissements soit par le biais des marchés financiers qui correspond au modèle capitaliste anglo-saxon et plus particulièrement américain que l'on peut opposer au modèle capitaliste du continent européen, capitalisme dit « rhénan » qui correspond au financement indirect des investissements soit par le biais des banques. La première ère d'hégémonie du capital financier, telle qu'analysée par R. Hilferding au tournant du 20^{ème} siècle, était de type bancaire, l'actuelle est de type boursier. Nous assistons aujourd'hui à un phénomène d'américanisation de la finance.

Enfin, le troisième lieu commun correspond à l'origine même de cette financiarisation accrue de l'économie. Autrement dit, c'est l'incarnation par excellence du capital financier à travers l'apparition d'un actionnariat actif et concentré entre les mains de grandes organisations telles que les fonds de pensions, les fonds d'investissement, les compagnies d'assurance et fonds mutuels.

Ces dernières, reconnues socialement comme « investisseurs institutionnels », ont la double fonction de gestion de l'épargne des salariés et de contrôle du capital que la société peut investir. En tant qu'acteurs politiques, ils ont participé à la transformation de la réglementation des systèmes financiers nationaux afin de promouvoir leur ouverture et la libération des flux de capitaux. Ainsi, par ce biais ils imposent à la société et à l'économie une forme d'accumulation financière de la richesse sociale.

De ce fait, si on revient en arrière à travers l'annuaire 2001 de l'OCDE, mentionnait que les investisseurs institutionnels (fonds de pensions, gérants d'OPCVM, caisses d'assurances, banques d'investissements) détenaient 36000 milliards de dollars en 1999 ; soit 140% du PIB des pays membres (HAMADOUCHE, 2008, p. 1). Par ailleurs, voici un tableau représentatif des statistiques de l'OCDE de l'année 2020 sur les investisseurs institutionnels à travers une comparaison internationale.

Tableau 1. Actifs financiers des fonds d'investissements, en pourcentage du PIB

Actifs financiers	2015	2016	2017	2018	2019
Luxembourg	2274.6	2380.6	7871.2	7417.7	8121.9
Etats-Unis	102.3	105.7	118.6	107.5	125.3
Danemark	101.8	104.2	109.3	101.4	113.5
Canada	90.0	98.7	103.7	100.0	107.2
Suède	75.1	81.6	86.8	82.2	98.5
France	70.0	74.1	77.4	70.1	72.0
Allemagne	57.4	60.7	62.8	60.8	68.6

Source : Extrait des statistiques de l'OCDE sur les investisseurs institutionnels 2020, page 11

2.2. La gouvernance d'entreprise par la valeur

La notion de gouvernance d'entreprise d'origine anglo-saxonne « *corporate governance* » s'inscrit depuis quelques années comme une nouvelle pratique de la gestion d'entreprise par la valeur (c'est-à-dire, de gérer l'entreprise en fonction d'un objectif unique qui correspond à la création de valeur actionnariale).

L'apparition de ce thème se situe dans l'analyse de Berle et Means (1932) sur les conséquences de la séparation des fonctions de propriété et de décision qui caractérise les grandes sociétés par actions américaines, les sociétés « managériales ». Cette séparation induit à un risque de spoliation des petits actionnaires par les dirigeants censés échapper à tout contrôle.

A ce titre la gouvernance d'entreprise est donc un mélange d'institutions, de procédures, de réglementations, de mécanismes juridiques et d'autorégulation qui encadrent les relations des entreprises et leurs dirigeants avec les marchés financiers (actionnaires et créanciers) d'une part, et avec les autres partenaires de l'entreprise (salariés, clients, fournisseurs, etc.) d'autre part. Un certain nombre de mécanismes (internes et externes) concourent à la gouvernance financière de l'entreprise. Parmi les mécanismes internes, citons l'organisation du contrôle interne de l'entreprise, le choix d'un niveau d'endettement, la politique de dividendes et de rachat d'actions notamment, et parmi les mécanismes externes, le marché de contrôle avec les OPA/OPE (Offre Publique d'Achat / Offre Publique d'Echange) et les LBO (*Leverage Buy- Out*) un achat à effet de levier, c'est-à-dire, un rachat d'entreprise avec à un fort endettement bancaire (JAQUILLAT, 2007, p. 51).

En outre, un certain nombre d'acteurs financiers externes à l'entreprise exercent indirectement des fonctions de gouvernance, les analystes financiers et la agences de notation en particulier.

Ainsi, le concept « gouvernance d'entreprise », fait aujourd'hui, l'objet d'une forte attention tant dans les préoccupations des hommes et des femmes politiques que des chercheurs issus de différents champs disciplinaire (droit, économie, gestion, politique, science...etc.). Cela peut être illustré à partir des années 90 par la succession de scandales financiers (Enron, worldcom, vivendi universel...etc.). Ces scandales financiers en occident ont contribué à donner une

grande place à la politique de gouvernance et être au cœur de la gestion des organisations (ASSOUS, 2015, p. 26).

En effet, la gouvernance d'entreprise à l'américaine est une méthode de gestion qui permet d'atteindre un rendement maximal des actions. Du coup, la nouveauté dans cette méthode de recherche de rendement est qu'elle ne suit pas primordialement un développement d'une stratégie de production mais à travers des situations de prise de contrôle des entreprises les plus performantes. Cette approche de management par la valeur se traduit par deux situations complémentaires : maximiser les dividendes pour les détenteurs d'actions et maximiser la valeur financière des actions (valeur boursière) pour dégager des plus-values lors de leur revente.

Par ailleurs, cette combinaison se pratique en première position par les investisseurs institutionnels qui sont des groupes financiers spécialisés dans la gestion de fonds. Ce sont essentiellement des fonds de pension, fonds mutuels, les fonds communs de placement, les fonds de couverture (les *hedge funds*). Ces dernières se distinguent par la quantité d'actions qu'ils détiennent dans le capital des grandes firmes multinationales, ils ont atteint un niveau de puissance financière que les transactions se déroulent largement entre eux (HARRIBEY, p. 5).

Ainsi, le prix des actions ne peut qu'augmenter pour éviter une perte de telle ou telle fonds spéculatif, cette montée arrive à dépasser l'accroissement de la quantité de production dans les entreprises dont les titres sont échangés. Ce qui se traduit par la naissance du phénomène appelé bulle financière qui est à l'origine des krachs boursiers et des crises financières qui frappent l'économie mondiale.

3. L'approche de la création de valeur actionnariale

Les deux dernières décennies, ont vu s'opérer une modification radicale du paradigme managérial. La tendance qui tend à se généraliser, connue sous le nom de « *création de valeur actionnariale* », elle met l'actionnaire au centre des préoccupations stratégiques de l'entreprise. La poursuite de l'objectif de création de valeur actionnariale trouve ses origines dans l'approche juridique selon laquelle les sociétés sont la propriété de leurs actionnaires, ayant donc le droit d'appropriation de la rente réalisée.

Ainsi, une entreprise dont les dirigeants ne considèrent pas l'actionnaire au centre de leur stratégie, risque d'être affectée par les offres publiques d'achat (OPA). Les opérations d'achat d'entreprises s'interprètent comme des opérations destinées à corriger le comportement des dirigeants non performants. De ce fait, difficile aujourd'hui pour un dirigeant d'entreprise cotée, ou qui a l'intention de s'introduire en bourse, de ne pas afficher un objectif de création de valeur pour l'actionnaire (ALLBOUY, 2006, p. 15).

Cependant, si l'on regarde sur le site internet de n'importe quelle grande entreprise nous constatons qu'elles suivent le plus souvent un seul objectif stratégique qui est la « *la création de valeur* ». Mais que signifie en fait créer de la valeur et destinée à qui ? Et bien cela dépend du contexte. Pour cette raison, le concept de « création de valeur » est un concept polysémique, dont la compréhension nécessite un éclairage sur les différentes définitions et contexte de la valeur.

3.1. Définition économique de la valeur

La notion de valeur est au centre de l'analyse économique. Ainsi, la valeur est développée selon deux théories : la théorie de la valeur travail ou théorie objectif est développée par les classiques

(Smith, Ricardo, Marx). Ils considèrent que la valeur d'un bien se détermine à partir de la quantité de travail nécessaire à sa production.

La théorie de l'utilité ou théorie subjective est développée par les néoclassiques (Walras, Jevon, Menger) qui expliquent la valeur d'un bien à partir de l'utilité qu'elle procure.

Par conséquent, le contexte économique ou bien la position d'un stratège par rapport à la valeur s'explique comme suit : la valeur d'une offre d'un bien est le prix que les clients sont prêts à payer pour l'obtenir. Par exemple : Apple a ainsi réussi à convaincre ses clients de payer 1000€ pour un smartphone, alors que Dacia a fait accepter à ses clients de payer 7500€ pour une voiture. Créer de la valeur, c'est mobiliser des coûts pour légitimer un prix aux yeux de ses clients. La stratégie économique consiste à créer de la valeur au-delà des coûts et cette valeur ajoutée est partagée entre les différentes parties prenantes de l'entreprise : les clients, les salariés, les actionnaires, les banques et l'Etat à travers la taxe sur la valeur ajoutée.

3.2. Définition financière de la valeur

Dans le domaine de la finance, la valeur d'un actif physique ou financier est donnée par la valeur actualisée (VA) de tous les flux financiers ou bien cash flows (CF) espérés qu'il permet de générer.

$$VA = \frac{CF_1}{(1+t)^1} + \frac{CF_2}{(1+t)^2} + \frac{CF_3}{(1+t)^3} + \dots$$

Ainsi, la valeur d'une entreprise peut donc être définie comme la valeur nette actualisée ou valeur actuelle nette (VAN) des flux financiers ou cash flows (CF) dégagés par ses actifs. Elle représente la richesse que cette dernière est potentiellement capable de créer (BENNAFA, 2015, p. 7).

$$VAN = -I_0 + \frac{CF_1}{(1+t)^1} + \frac{CF_2}{(1+t)^2} + \frac{CF_3}{(1+t)^3} + \dots$$

Dés lors, le contexte financier ou bien la position d'un financier par rapport à la valeur s'explique comme suit : dans cette situation le mot valeur a un sens totalement différent. Il s'agit ici de **valeur actionnariale**, et créer de la valeur c'est garantir aux actionnaires une rentabilité du capital supérieure à la moyenne. Cela signifie que, pour créer de la valeur, il ne suffit pas que la VAN de l'entreprise soit positive. Ainsi, l'enjeu est plutôt de la maximiser et de procurer à l'actionnaire le maximum de rentabilité au-delà de la norme. La création de valeur ne mesure donc pas une rentabilité normale d'un investissement, mais plutôt une sur-rentabilité.

Selon BATSCH.L, « *il y a création de valeur si l'investissement rapporte plus à ses financiers que le revenu susceptible d'être retiré d'un investissement de risque comparable. Il y a destruction de valeur si qu'en profit, l'entreprise est moins rentable que le marché, c'est-à-dire que ses concurrents comparables* (BATSCH, 1999, p. 28) .

Dans cette définition l'actionnaire n'est qu'un investisseur sur les marchés financiers qui cherche à maximiser sa rentabilité pour un niveau de risque donné, ou à minimiser son risque pour un niveau de rentabilité donnée. Donc, pour créer de la valeur il ne suffit pas à l'entreprise de s'aligner avec le rendement exigé par le marché, il faut battre le marché et offrir à l'actionnaire une rentabilité supérieure à celle offerte par sa classe de risque.

Pour HOARAU.C, « la création de valeur ou de richesse par l'entreprise trouve son origine dans la réalisation d'investissements dont la rentabilité espérée est supérieure au coût des capitaux employés pour les financer » (HOARAU, 2008, p. 1).

Cette définition induit une variable clé qui constitue toute l'originalité des modèles de création de valeur actionnariale qui est le « coût du capital ». Ce coût intègre la rémunération des dettes et des fonds propres et constitue un coût d'opportunité pour les actionnaires. Donc, pour créer de la valeur, l'entreprise devra dégager des rendements sur investissements supérieurs au coût du capital.

Cependant, le problème qui se pose aujourd'hui est de savoir comment mesurer cette création de valeur pour les actionnaires ?

Cette notion de création de valeur a fait l'objet d'un dépôt de brevet par ses inventeurs J.Stern et G.B.Stewart et a été créditée immédiatement du statut de concept quasiment scientifique. Il s'agit d'une mesure des résultats financiers de l'entreprise à partir non pas du chiffre d'affaires ou de l'excédent d'exploitation, qui sont des notions fournies par la comptabilité, mais à partir du solde entre rentabilité (profit) et rémunération des capitaux (coût du capital). Cette mesure comporte deux indicateurs complémentaires centrés sur l'EVA et la MVA.

L'*economic value added* (EVA), est un indicateur de mesure de la création de valeur intrinsèque (valeur liée à la gestion interne de l'entreprise), qui correspond à la notion de « profit économique ». Cet indice est obtenu via la formule suivante :

$$\text{EVA} = (\text{ROIC} - \text{WACC}) \times \text{CI}$$

Avec :

CI : Capitaux investis (capitaux propres + dettes) ;

ROIC : *Return On Invested Capital*, ou taux de rentabilité des capitaux investis ;

WACC : *Weight Average Cost of Capital*, ou coût moyen pondéré du capital (CMPC), qui correspond au taux d'actualisation.

$$\text{ROIC} = \frac{RE}{CI} \quad \longrightarrow \quad = \frac{RE}{CP+D} = \frac{\text{Résultat d'exploitation}}{\text{capitauxpropres+dettes}}$$

$$\text{WACC (CMPC)} = K_{CP} \frac{CP}{CP+D} + K_D (1-IBS) \frac{D}{CP+D}$$

Avec :

K_{CP} : Coût des capitaux propres ;

K_D : Coût des dettes ;

IBS : Impôt sur les bénéfices des sociétés.

Dans le cas où l'EVA est positive (négative), l'entreprise est considérée comme créatrice de valeur (destructrice de valeur), parce que la rentabilité des capitaux investis est supérieure (inférieure) au coût du capital (coût des capitaux propres et des dettes).

La *Market Value Added* (MVA), (valeur de marché de l'actif économique) est une mesure de création de valeur boursière de l'entreprise. Autrement dit, elle mesure la performance externe de l'entreprise. Elle nous renseigne sur la manière dont les marchés monétisent les actions stratégiques de l'entreprise et indique de ce fait les attentes des investisseurs. Elle est obtenue via la formule suivante :

$$MVA = \sum_{t=1}^n \frac{EVA_t}{(1+CMPC)^t}$$

Contrairement à l'EVA qui ne retient que la rente secrétée sur une période, la MVA tient compte de l'ensemble des rentes futures. Autrement dit, la MVA est la valeur actualisée à un taux représentant le coût du capital de toutes les EVA prévues. Cette formule explique la relation entre la performance externe et la performance interne de l'entreprise. Toute augmentation de l'EVA entraîne celle de la MVA.

Et une MVA positive signifie que le marché anticipe que le management de l'entreprise va créer de la valeur au-delà du coût du capital supporté. A contrario, une MVA négative signifie que le marché prévoit une rentabilité (destruction de valeur) en deçà du coût du capital supporté.

En effet, la création de valeur actionnariale ne dépend pas seulement des fondamentaux de l'entreprise (activités économiques de l'entreprise) mais d'une interaction entre ces derniers et les cours boursiers, qui traduisent les attentes des investisseurs. Toute création de valeur au niveau interne doit se traduire positivement sur la création de richesse pour l'actionnaire ayant participé au financement des projets rentables de l'entreprise. Dans cette perspective, le développement des entreprises cotées est conditionné par l'importance accordée aux indicateurs de mesure de la valeur boursière.

Les modifications et la rénovation apportée par l'avènement de ces nouvelles notions reflétant les nouveaux objectifs stratégiques des entreprises, assignés par les actionnaires (mandants) aux dirigeants (mandataires) qui est d'assujettir la performance économique de la firme à une exigence posée au préalable de rémunération financière.

4. La logique financière est-elle à elle seule créatrice de valeur pour l'actionnaire ?

Nous assistons aujourd'hui, à travers la mondialisation et la globalisation financières à une financiarisation accrue des stratégies des entreprises : d'une part, cette forte concentration sur la valorisation boursière (pression des marchés financiers) a amené beaucoup d'entreprises à accélérer leur croissance externe, bien souvent sans se soucier de la qualité des cibles acquises. D'autre part, le même concept de création de valeur a conduit à resserrer leur « *core business* » (cœur de métier) pour limiter le risque et maximiser les activités existantes. (HAMADOUCHE, 2008, p. 8)

Nous tenterons de répondre à cette question centrale dans cette deuxième partie à travers la réponse aux sous-questions suivantes :

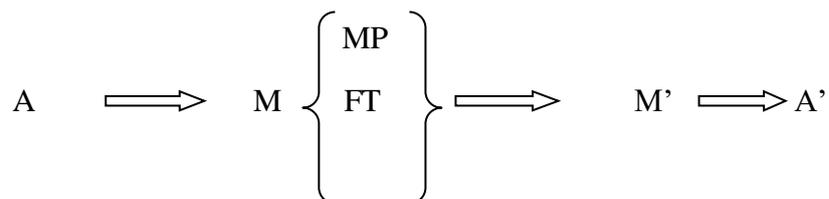
- La finance est-elle réellement indépendante de l'économie (production) ?
- La gouvernance par la valeur actionnariale mène-elle à une valorisation excessive et courttermiste du capital financier au détriment du capital humain ?

4.1. La finance est-elle réellement indépendante de l'économie réelle ?

La réflexion de la sphère financière qui serait devenue complètement déconnectée de la réalité économique a accompagné le changement des relations entre les processus productifs et les mécanismes monétaires et financiers. Les libéraux de la pensée néo-classique en réfutant la théorie de valeur-travail, postulent que le capital financier est créateur de valeur. C'est en particulier, cette illusion que Marx appelait fétichisme de l'argent. Cette vision renouvelée de ceux qui établissent une séparation entre finance et production se manifestant par le fait que le capital pourrait dorénavant s'accumuler sans travail.

Or, le capital désigne l'ensemble du travail accumulé. Il n'a aucune capacité en lui-même d'engendrer un supplément de valeur. Le capital ne peut s'accroître par lui-même, il n'a donc aucune autonomie par rapport au travail. C'est pour cela que Marx le considérerait comme un rapport social.

Ainsi, la détermination du circuit du capital par Marx s'applique exactement aux relations existantes entre sphère financière et sphère réelle. L'argent(A) est investi pour acheter des marchandises(M), des matières premières(MP) utilisées comme capital productif avec de la force de travail(FT) qui aboutissent à la production de nouvelles marchandises(M') ou de nouveaux produits qui sont destinés à être vendus et récupérer par un plus grand capital(A').



Le capital financier peut changer n fois de mains par jour, cela n'enlève rien au fait que s'il veut s'accroître sur le plan macroéconomique, alors le détour par le système productif est primordial.

Les marchés financiers ont pris une place importante pour accroître la liquidité au fur et à mesure que la liberté totale de circuler fut accordée aux capitaux, peut-on glisser du constat que le marché crée la liquidité à l'idée que le marché crée de la valeur ? Le marché financier est devenu le lieu où s'élabore la norme de rentabilité et d'où elle est dictée, en fin de compte, au système productif. La globalisation et la libéralisation financière ont favorisé la multiplication des produits financiers permettant de réduire les risques et de mieux assurer la liquidité.

Mais cette liquidité est contrainte par deux aspects. Le premier tient à la nature même du marché qui met en présence des vendeurs et des acheteurs, les seconds se substituant aux premiers pour continuer de porter le capital productif immobilisé. La nécessité de porter celui-ci introduit la seconde contrainte : sans force de travail capable de valoriser le capital productif, la base même de l'accumulation financière se tarirait. L'éclatement des bulles financières est toujours la preuve ultime que le capital ne peut pas s'auto-engendrer.

De ce fait, la déconnexion en finance et production n'est qu'apparente : le capital a conquis une autonomie totale de mouvement mais reste dépendant du travail productif pour son accroissement global.

4.2. La gouvernance par la valeur actionnariale mène-elle à une valorisation excessive et courttermiste du capital financier au détriment du capital humain ?

La situation que semble connaître aujourd'hui l'économie est que les exigences de rendement des bailleurs de fonds sont supérieures à la croissance de l'activité des entreprises on parle d'un taux de rendement de 15%, ce qui fait que avec la présence croissante d'investisseurs étrangers(en particulier les investisseurs institutionnels non-résidents) dans leur capital fait que les marchés financiers exercent une pression à la hausse des bénéfices au détriment des salaires. (DENGLOS G. , 2008, p. 81).

Ainsi, les agents mandataires (les dirigeants) sont soumis à de fortes pressions par les actionnaires mandants pour neutraliser les effets des aléas conjoncturels ou cycliques sur leurs résultats, et pour cela ils ont intérêt à publier des profits croissants quel que soit la situation de l'économie et sont contraints, en cas de récession, de réduire rapidement leurs coûts grâce à la

baisse des investissements immatériels (recherche, développement, publicité) ou des dépenses opérationnelles (achats de services, charges salariales).

Et cela a pour effet d'une part, l'emploi tend à s'ajuster sur la production, ce qui permet aux profits de continuer à augmenter. D'autre part, avec pour conséquence une érosion des avantages concurrentiels et un déséquilibre du partage entre salaires et profits.

De surcroît, si on prend l'exemple du prix des métaux ou du pétrole qui sont des matières premières à risque systématique, connaissent des hausses exponentielles alimentées par l'attrait des fonds d'investissements et des fonds de pension pour ces marchés. Et qui depuis peu injectent d'importantes liquidités sur ces marchés, et qui ont désormais 2 à 3% de leur portefeuille investis en ressources naturelles, que se trouve la réponse à l'origine de l'accélération des prix sur ces marchés.

Du coup, la création de valeur pour l'actionnaire n'a pas de tendance baissière du fait de l'augmentation du prix des matières premières.

En revanche, quand les grandes entreprises industrielles n'ont pas recours à des programmes de couverture à terme pour se protéger des variations des cours, lorsqu'ils ne parviennent pas à répercuter la hausse de leurs coûts sur leurs prix ou n'arrivent pas à la compenser par une amélioration de la productivité, ils n'ont souvent pas le choix que de recourir à la compression des coûts salariaux.

Dès lors, ce sont les salariés qui endurent les conséquences des tensions sur les prix afin que cette hausse en amont n'entraîne aucune baisse du rendement des fonds propres des sociétés cotées. Dans ce sens, un site de production pourra être fermé non parce qu'il n'est pas rentable, mais du simple fait qu'il ne l'est pas suffisamment.

En réalité, la crainte qu'inspire une réaction « courtermiste » des marchés financiers trouve davantage sa justification dans la capacité de nuisance des fonds de pensions aux stratégies les plus agressives, qui concentrent leurs investissements sur une poignée de valeurs dont ils espèrent des rendements virtuels et anormaux.

Les opposants aux principes de maximisation de la valeur actionnariale dénoncent le report du risque lié aux cycles conjoncturels des profits (risque systématique) vers les salariés et le déséquilibre du partage des revenus en faveur des profits. Du moment que, la productivité du travail augmente continuellement plus vite que les salaires réels, puisque les salaires fixes ne sont pas ajustés sur la productivité, les rémunérations du capital et du travail ne reflètent pas le partage du risque.

Ces opposants ne veulent pas non plus voir les salaires, mais aussi les retraites des travailleurs, dépendre de la « spéculation financière ». Car le cours d'une action fluctue sous l'effet d'une variation des taux d'intérêts, de la conjoncture économique, c'est-à-dire pour des raisons indépendantes des compétences des salariés, mais dont vont pourtant dépendre leurs rémunérations.

On peut néanmoins envisager que l'ajustement du partage des revenus entre capital et travail se fera par la distribution d'actions ou de stock-options, qui ne concerne qu'une minorité de salariés pour le moment (DENGLOS G. , 2008, p. 81).

5. Conclusion

La financiarisation de l'économie est dans le sillage de la dynamique conduisant à la marchandisation ou bien à la « *mercantilisation du monde* ». Bien que la déconnexion de l'accumulation et l'accroissement du capital financier vis-à-vis de la production de valeur soit une utopie, celle-ci est nourrie par deux dimensions. D'une part, par toute modification de la répartition de valeur créée dans un sens favorable au capital, c'est-à-dire par une élévation du taux d'exploitation de la force de travail, et d'autre part par l'existence d'un prêteur en dernier ressort (l'actionnaire), d'autant plus efficace qu'il contrôle tout dérapage inflationniste et qu'il dirige l'essentiel de la création monétaire vers l'activité proprement financière.

La logique de la financiarisation de l'économie dans le sillage de la création de valeur actionnariale pousse à la primauté absolue de la valeur des actifs financiers et pour cela, le contrôle des institutions chargées de veiller à l'émission de la monnaie, véhicule de la valeur s'avère indispensable. La logique financière à elle seule est donc autodestructrice, parce qu'elle implique en termes marxistes la dégradation du rapport salarial.

En effet, Le modèle néolibéral imposé par le pouvoir financier à travers cette idéologie de maximisation de la valeur au seul profit de l'actionnaire apparaissant comme trop brutale cède peu à peu la place à une compagne plus subtile et attrayante en direction de certains salariés.

Cependant, quand n'est-il de l'impact de la financiarisation de l'économie, conséquence de la mondialisation sur le cas de l'économie algérienne ? Est-elle à l'abri de ce dérèglement de la finance ?

Nous pouvons dire que pour l'instant le phénomène de la financiarisation n'a pas de conséquence négative sur l'économie algérienne en raison de l'état embryonnaire dans lequel se trouve le marché financier algérien (la bourse l'Alger). C'est-à-dire que la non cotation des entreprises algériennes ne facilite pas leur contrôle par les investisseurs institutionnels à savoir les fonds d'investissement, fonds de pension...etc. Cependant, il ne faut pas se leurrer et voir la réalité en face, car tôt ou tard l'économie algérienne va se retrouver face à cette conjoncture de financiarisation de l'économie vu qu'elle a adoptée le système d'économie de marché.

Bibliographie :

ALLBOUY, M. (2006). Théorie, applications et limites de la mesure de la création de valeur . *Revue française de gestion*(n°160).

ASSOUS, N. (2015). *L'impact des décisions financières sur la création de valeur au sein des entreprises publiques algériennes cotées à la bourse l'Alger : Cas de SAIDAL et L'E.G.H-AURASSI* ». Thèse de doctorat,, université de Tizi-Ouzou, Tizi-Ouzou.

BATSCH, L. (1999). *Finance et stratégie*. Paris: Economica.

Batsch. Laurent. (1999). *Finance et stratégie*. Paris: Economica.

BELADEL, A. (2016). *Stratégie financière et création de valeur au sein d'une entreprise algérienne cotée en bourse. Cas de la NCA-ROUIBA*. mémoire de master en sciences de gestion, option : Finance d'entreprise, université de Tizi-Ouzou.

BENNAFA, F. (2015). *Création, mesure et management de la valeur actionnariale : Cas du groupe Danone* ». Mémoire de Magister en sciences de gestion, option : Management des entreprises,, Université de Tizi-Ouzou.

DENGLOS, G. (2007). Création de valeur et gouvernance d'entreprise : les exigences de l'actionnaire s'opposent-elles à l'intérêt social ? *Revue des sciences de gestion*(n°224-225).

DENGLOS, G. (2008). Faut-il rejeter le principe de maximisation de la valeur actionnariale. *Revue française de gestion*, 4(184).

HAMADOUCHE, A. (2008). La firme financiarisée et son impact sur l'économie nationale : une revue de la littérature. *Cahier du CREAD*(83-84).

HARRIBEY, J.-M. (s.d.). *La financiarisation de l'économie et la création de valeur*. Université Montesquieu-Bordeaux IV . Bordeaux: centre d'économie du développement.

HOARAU, C. (2008). *Analyse financière des entreprises et des groupes*. Paris: Vuibert.

JAQUILLAT, B. (2007). *Les 100 mots de la finance*. Paris: 2ème édition Puf.

LBOUY, M. (2003). *Décisions financières et création de valeur*. Paris: 2ème édition, Economica.

PINEAULT, E. (2002). *Capital financier et financiarisation du capitalisme : une contribution institutionnaliste à l'analyse des transformations de la régulation économique*. Thèse de doctorat en sciences sociales, option : économie des institutions, Ecole des hautes études en sciences sociales.

VATTEVILLE, E. (2008). La création de valeur : De l'exclusivité actionnariale à la diversité partenariale ? *Revue management et avenir* (18).