



**GREThA**

Groupe de Recherche en  
Économie Théorique et Appliquée

---

## **Finance et dynamiques des industries**

*Claude DUPUY*

*Matthieu MONTALBAN*

*Sylvain MOURA*

*Université de Bordeaux*

*GREThA UMR CNRS 5113*

***Cahiers du GREThA***

**n° 2009-24**

---

**GREThA UMR CNRS 5113**

Université Montesquieu Bordeaux IV

Avenue Léon Duguit - 33608 PESSAC - FRANCE

Tel : +33 (0)5.56.84.25.75 - Fax : +33 (0)5.56.84.86.47 - [www.gretha.fr](http://www.gretha.fr)

## Finance et dynamiques des industries

### Résumé

*Les transformations du secteur financier liées à l'émergence de nouveaux acteurs (fonds de pension, fonds mutuels, hedge funds...) et à sa globalisation ont modifié les règles de la gouvernance d'entreprise et l'environnement concurrentiel des entreprises industrielles. Le thème de l'influence de la finance sur l'industrie n'est pas nouveau dans la littérature économique. La première thèse de l'influence de la finance sur l'industrie est née aux Etats-Unis (avec la thèse de Veblen) et en Europe (Hilferding, 1910) avec le développement des sociétés anonymes cotées (ou corporations aux Etats-Unis) et des institutions financières. Les récentes transformations et crises du capitalisme montrent la pertinence de ces vieilles théories de la finance. Dans la première section, nous examinons comment les arguments sur la domination de la finance sur l'industrie développés aux débuts du XXème siècle conservent une pertinence dans le capitalisme moderne avec les débats sur la valeur actionnariale. Dans une deuxième partie, nous montrons que la globalisation financière est en partie un mythe car les structures actionnariales restent localisées. La géographie et les institutions*

**Mots-clés :** finance, industrie, parasitisme, valeur actionnariale, géographie de la finance

## Finance and Industrial Dynamics

### Abstract

*The transformations of the finance sector linked to the emergence of new actors (pension funds, mutual funds, hedge funds...) and its globalization have changed the rules of corporate governance and the competitive context of industrial companies. The theme of the influence between finance and industry is not new in the economic literature. The first thesis of the influence of finance on industry born in the United States (with the Veblen thesis) and Europe (Hilferding, 1910) with the development of joint stock companies (corporations in the U.S.) and financial institutions. The recent transformations and crisis of capitalism show the relevance of the old theories of finance. In the first section of the paper we examines how arguments about the domination of finance on industry developed in the early 20th century are still relevant in modern capitalism with the debate of shareholder value. In a second part, we show that globalization is partly a myth because the shareholding structures are localized. Geography and institutions matter in finance for explaining the behaviors.*

**Keywords:** finance, industry, parasitism, shareholder value, geography of finance

**JEL :** B25 ; G11, G20 ; G32, L10 ; L65 ; L69

<p><b>Reference to this paper:</b> Claude DUPUY, Matthieu MONTALBAN, Sylvain MOURA "Finance et dynamiques des industries", Working Papers of GREThA, n°2009-24, <a href="http://ideas.repec.org/p/grt/wpegrt/2009-24.html">http://ideas.repec.org/p/grt/wpegrt/2009-24.html</a>.</p>
--

Ce document constitue le chapitre 9 de l'ouvrage *Industries, Innovations, Institutions. Éléments de dynamique industrielle*, coordonné par Marie-Claude Bélis-Bergouignan, Bernard Jullien, Yannick Lung et Murat Yildizoglu à paraître aux Presses Universitaires de Bordeaux, 2010.

## **Introduction**

Les transformations du secteur de la finance, avec sa « globalisation », l'évolution de ses règles et l'émergence de nouveaux acteurs, ont fait évoluer les contraintes environnementales de l'activité des firmes et des industries. Le thème de la relation entre finance et industrie n'est pas nouveau dans la littérature et il prend, notamment dès le début du vingtième siècle, la vision d'une relation où la première exerce une influence discutable sur la seconde. Les premières thèses de l'influence de la finance sur l'industrie naquirent au aux Etats-Unis et en Europe avec le développement des sociétés anonymes (corporations aux Etats-Unis) et de l'institution financière (invention de la propriété incorporelle et de la propriété intangible, banques et marchés financiers organisés). Les transformations récentes du capitalisme ont redonné une pertinence certaine aux thèses du capital financier (Hilferding, 1910), mais en prenant acte des transformations contemporaine de la relation financière et des rapports finance et industrie.

Dans une première partie, nous examinerons comment les thèses sur la domination de la finance sur l'industrie développées au début du 20<sup>ième</sup> siècle ont été reprises dans la littérature moderne à travers le prisme de la question de la valeur actionnariale. Nous montrerons alors que le prisme sectoriel permet d'offrir une lecture plus riche et nuancée de ces thèses.

Dans une deuxième partie, nous nous attaquerons au mythe de la globalisation et de l'unicité du secteur de la finance, en montrant que les structures actionnariales sont « situées » géographiquement et sont très différentes selon les types de capitalisme. Il n'existe donc pas un seul modèle de détention et de gestion du capital, remettant en cause l'image d'une finance globalisée et homogène, bien que soumise à des processus de convergence.

### **1. L'actualité des thèses de l'influence de la finance sur l'industrie et leur relativisation à l'aune des approches sectorielles**

Le capitalisme contemporain peut se décrire comme un capitalisme financier (Batsch, 2002 ; Aglietta et Rébérioux, 2004). Ce nouveau régime d'accumulation financiarisé (Lordon, 2000 et 2003 ; Chesnais, 2001) semble soumettre les industries à la valorisation du capital

financier et à l'accumulation de capital fictif, dans laquelle la figure de l'actionnaire est devenue emblématique du pouvoir supposé de la finance.

On retrouve dans cette thématique des débats qui ont émergé au début du vingtième siècle. La montée des investisseurs institutionnels dans les années 1980 a fait ré-émerger ces questionnements ; en ce sens, il y a une continuité dans les réflexions.

Ces questions peuvent être traitées dans une optique d'économie industrielle et institutionnelle, ce qui a été fait dans deux secteurs particuliers. L'optique sectorielle permet de resituer la contrainte financière à l'aune de l'environnement concurrentiel et institutionnel.

## **1.1. Les thèses de l'influence de la finance sur l'industrie**

### **1.1.1. Les premières thèses de l'influence de la finance sur l'industrie**

Les premières thèses de l'influence de la finance sur l'industrie naissent au début du siècle aux Etats-Unis et en Europe, avec le développement des sociétés anonymes (corporations aux Etats-Unis) et de la finance, essentiellement à travers le développement des banques et du marché des actions. Il s'agit des thèses de Veblen (1904), Hilferding (1910) et enfin des thèses de Berle et Means (1932). Elles ont en commun de se centrer sur le rôle des mutations de la propriété dans l'organisation capitaliste, de souligner l'émergence d'une nouvelle oligarchie industrialo-financière et des intérêts potentiellement contradictoires existants entre le développement de l'industrie et celui de la finance capitaliste.

Veblen (1904) développe une première théorie institutionnaliste et évolutionniste de l'influence de la finance sur l'industrie. Pour lui, le système industriel est traversé par deux logiques contradictoires. La première est le « *machine process* » du système industriel. Il intègre le rôle des ingénieurs et scientifiques (chimistes, biologistes...) et n'est pas réduit au seul travail médiatisé par la machine. Dans ces industries, des procédures rationnelles (ou rationalisées) sont utilisées à partir d'une utilisation systématisée de la connaissance. L'ensemble du processus doit être coordonné très précisément, en stabilisant certaines relations. Si une partie du processus est déstabilisé, l'ensemble du système l'est aussi. La seconde est celle de « *business entreprise* », qui se fonde sur le principe de l'investissement dans le but du profit. Il s'agit donc de ce que les marxistes appellent la logique d'accumulation capitaliste. Son développement est lié à l'invention de la société anonyme, de la propriété intangible et des marchés boursiers. La classe des capitaines d'industrie et des banquiers est donc orientée vers la recherche de gains pécuniaires individuels par le biais d'opérations financières de prédation, notamment des fusions et cessions. Or pour Veblen, les normes qui guident les hommes d'affaires peuvent réduire l'efficacité industrielle en bouleversant les relations entre les différents moments du « *machine process* ». La classe d'affaires orientée vers la maximisation du prix de l'action a un comportement essentiellement parasitaire, alors que les ingénieurs sont orientés vers la recherche de l'efficacité globale du système industriel. La production de connaissances, qui est pour Veblen à l'origine de la richesse d'une communauté, est essentiellement sociale et collective. Or le *business entreprise* pousse à l'appropriation privée des productions sociales par le biais de l'accumulation d'actifs intangibles pour créer des monopoles : brevets, marques, relations commerciales... qui forment l'essentiel du *goodwill*. Ce dernier influence le cours de bourse, dont la maximisation est l'objectif des hommes d'affaires, mais qui n'augmente en rien la richesse de la communauté. Dès lors l'utilité sociale des hommes d'affaires est nulle et sans commune mesure avec leurs rémunérations. Enfin la séparation de la propriété et du contrôle donne un pouvoir trop grand aux « propriétaires absents ».

Presque à la même époque, mais sans que pour autant il ait connu les travaux de Veblen, Hilferding (1910) analyse les effets des transformations de l'institution financière sur le capitalisme allemand de son époque. Il observe le développement concomitant du capital bancaire, des sociétés par actions et des trusts, qui conduit à l'émergence de ce qu'il appelle le capital financier, autrement dit un rapport social de domination dans lequel le capital bancaire subordonne le capital industriel à sa reproduction élargie, par le biais d'extraction de rentes de monopole et le contrôle des sociétés par la propriété, le crédit et la présence dans les conseils d'administration. « *Le capital financier s'accroît avec la société par actions et atteint son apogée avec la monopolisation de l'industrie. (...) La mobilisation du capital et l'expansion de plus en plus grande du crédit changent peu à peu complètement la position du capitaliste prêteur d'argent. La puissance des banques s'accroît, elles deviennent les fondateurs et finalement les maîtres de l'industrie, dont elles tirent les profits à elles en tant que capital financier, tout comme autrefois le vieil usurier, avec son intérêt, le revenu du travail du paysan et la rente du seigneur.* » (Hilferding, 1910, p.319). Hilferding observe qu'avec le développement du capital financier, le capital peut bloquer artificiellement le progrès technique en créant des monopoles.

Enfin Berle et Means (1932), suivant en cela Veblen (1923) et avant lui Marx (1894), observent aux Etats-Unis une séparation croissante de la propriété et du contrôle, consécutive à l'émergence de la société par actions. En acceptant de profiter de la liquidité du marché des actions, les actionnaires délèguent leur pouvoir aux *managers*, qui deviennent la classe dominante de l'industrie. Berle et Means montrent que ce mouvement est relativement irréversible et que, surtout, il est néfaste de redonner du pouvoir aux actionnaires dans la mesure où leur engagement (*commitment*) dans la firme est ténu et simplement intéressé par la recherche de gains spéculatifs. Galbraith (1967) reprendra le travail de Berle et Means, en montrant que la dépossession des actionnaires se traduira par la montée en puissance d'une technocratie managériale qui gouverne les sociétés anonymes. Le capitalisme managérial de l'ère du fordiste conduira à l'éclipse de la finance et des actionnaires.

### **1.1.2. L'actualisation des thèses canoniques**

Les transformations récentes du capitalisme financier ont redonné une pertinence certaine aux thèses du capital financier, mais en prenant acte des transformations contemporaines de la relation financière et des rapports finance et industrie.

L'actualisation des thèses canoniques s'organise autour de deux idées développées. La première est l'opposition entre l'approche *shareholders* (la satisfaction de l'intérêt de l'actionnaire prime) et l'approche *stakeholders* (la prise en compte de la pluralité des intérêts des parties prenantes). La deuxième est la vision du rôle parasite de la finance qui découlerait de l'imposition de la norme de création de valeur pour l'actionnaire (approche *shareholder*) qui conduirait à la paupérisation des autres *stakeholders*, au premier rang desquels les salariés.

L'imposition de la norme de création de valeur pour l'actionnaire découle de l'idéologie portée par la théorie de l'agence (Jensen & Meckling, 1976 ; Fama, 1980). Elle trouve ses racines dans la première moitié du 20ème siècle aux Etats-Unis, avec l'idée défendue par la *Law and Economics* et la jurisprudence américaine selon laquelle les actionnaires sont les seuls propriétaires légitimes des entreprises et que les systèmes de *common law* sont supérieurs aux systèmes civilistes en ce qu'ils favorisent la protection des actionnaires minoritaires. Mais la séparation entre propriété et gestion mise en évidence par Berle et Means conduit à une inefficacité puisque les dirigeants peuvent faire preuve d'opportunisme

en s'enracinant dans l'entreprise et en détournant à leur profit de la valeur créée, au détriment des actionnaires (Shleifer & Vishny, 1989 ; Jensen, 1986 ; Paquerot, 1996). C'est pourquoi il existe un contrat d'agence qui doit s'attacher à faire converger les intérêts des dirigeants sur ceux des actionnaires par divers mécanismes (Charreaux, 1997). Le gouvernement d'entreprise (*corporate governance*) orienté vers la création de valeur actionnariale est à la fois une théorie de l'entreprise et une norme de gestion et de rentabilité instaurée dans les années 1980 et 1990. Cette norme véhicule une représentation de la firme comme ensemble d'actifs financiers appartenant aux actionnaires et devant être valorisés dans leur intérêt exclusif (Pérez (2003). En particulier, la création de valeur pour l'actionnaire s'appuie sur le postulat que, pour un actionnaire, son placement est rentable s'il accroît la valeur de l'entreprise dont il détient une fraction, cette valeur étant mesurée par le prix du titre et le versement de dividendes. Si la valeur de l'entreprise croît plus que le taux exigé par la norme, alors il y a création de valeur. Cette règle d'évaluation a pour conséquence de faire sortir l'actionnaire de son statut de *residual claimant* (Alchian & Demsetz, 1972) pour le reconnaître comme bénéficiaire prioritaire (Aglietta & Rebérioux, 2004).

Par le prisme de la théorie de l'agence, l'analyse économique se focalise donc en général sur le rôle des actionnaires pour expliquer l'imposition du modèle *shareholders*. Cette interprétation est confortée par la montée des investisseurs institutionnels dans le capital des entreprises depuis le milieu des années 1980 (Artus, 2000 ; Plihon & Ponsard, 2002 ; Boubel & Pansard, 2004) qui participent à l'imposition de ces nouvelles normes managériales. En effet les fonds de pension américains, tels Calpers, ont édicté un certain nombre de « bonnes » pratiques de gouvernance d'entreprise pour créer de la valeur actionnariale, en se fondant sur la théorie de l'agence : séparation des fonctions de président du conseil d'administration et du directeur, rémunération des dirigeants liées au cours de Bourse (*stock-options*), transparence des comptes, publication trimestrielle des résultats, présence majoritaire d'administrateurs indépendants, absence de mécanisme anti-OPA et, enfin, restitution des *cash flow* libres aux actionnaires sous forme de dividendes et de rachats d'actions (conformément à la théorie de l'agence).

Si les investisseurs institutionnels jouent un rôle central dans cette mutation des normes managériales, la sociologie économique américaine considère que l'activisme des investisseurs institutionnels n'est pas la seule cause des transformations récentes du capitalisme. En utilisant le concept de « construction sociale de l'intérêt » elle montre finalement que la création de valeur pour l'actionnaire a fini par s'imposer au terme d'un travail déployé par des acteurs issus de la finance toute entière et non des seuls investisseurs institutionnels. Les analystes financiers y possèdent une influence avérée qui provient de leur position privilégiée en tant qu'ils détiennent et produisent l'information sur les entreprises pour le compte de la communauté financière tout entière et notamment les investisseurs institutionnels dans le but de toucher des rémunérations. Or, ces derniers ont fondamentalement besoin de cette information pour surperformer le *benchmark*. Par conséquent, Zuckerman (2000), Davis (2002), Clemens (2005), Dobbin & Zorn (2005) parlent de la « fausse revanche des actionnaires » en estimant que l'éthique de la création de valeur pour l'actionnaire n'a que peu à voir avec les actionnaires eux-mêmes et beaucoup avec le travail de normalisation financière des analystes. Ils insistent également sur le rôle des dirigeants, des salariés les plus qualifiés et des *Chief Financial Officers*, formés à la théorie de l'agence et donc plus disposés à accepter les normes de la valeur actionnariale, dans la même optique que Froud & alii (2000), Carpenter & alii (2003) et Lazonick & Prencipe (2005). En effet, ces personnages forment une élite industrielle qui profite des règles basées sur les *stock-options* pour accroître leur rémunération et se coopter ; ce faisant, ils encouragent mécaniquement à consolider la norme d'évaluation basée sur la valeur pour l'actionnaire.



Fligstein (2001) constate de plus qu'elle tend à asseoir son pouvoir au sommet des entreprises, en stabilisant la hiérarchie des marchés, notamment en érigeant des barrières à l'entrée par recours à la croissance externe et les alliances avec l'Etat. De même le recours aux rachats d'actions et les cessions d'activités ont permis de créer de la valeur pour l'actionnaire et ainsi asseoir leur contrôle sur les sociétés.

La norme de création de valeur pour l'actionnaire est devenue une idéologie managériale pour les entreprises cotées. Elle conduit à l'implémentation de stratégies industrielles destinées à extraire du profit pour les actionnaires et renoue pour un pan de la littérature avec une vision parasitaire de la finance évoquée au début du XXIème siècle. En effet, elle est perçue comme parasitaire ou nuisible à l'innovation industrielle qui requiert d'engager des coûts irrécouvrables parfois lourds et incompatibles avec des normes de rentabilité financière trop élevées (Batsch, 2002 ; Plihon, 2003 ; Cohen 2006). Peyrelevade (2005) estime même qu'elle serait à terme porteuse d'un « capitalisme sans projet ». En effet, elle conduirait à l'allègement des actifs (stratégie du « *downsize and distribute* » selon Lazonick & O'Sullivan (2000), à la réduction des dépenses en R&D (qui sont peu productives à court terme), au recentrage des activités (afin de favoriser le travail des analystes, incapables d'évaluer des entreprises conglomerales), à la multiplication des « licenciements boursiers » et à la généralisation de la précarisation du statut des salariés. Fligstein (2001) et Fligstein et Shinn (2004) ont corroboré ces intuitions sur les firmes américaines au cours des vingt dernières années.

Nous allons voir qu'une lecture sectorielle permet de cerner plus finement comment la valeur actionnariale s'affirme en modifiant les réglementations sectorielles.

## **1.2 Finance et industrie : les leçons sectorielles**

Deux dynamiques industrielles en lien avec la valeur actionnariale vont faire l'objet d'une attention particulière : l'armement et l'industrie pharmaceutique. Il y a deux raisons fondamentales à ce choix. Premièrement, ces secteurs sont porteurs d'enjeux sociétaux qui méritent amplement de regarder en quoi la finance y exerce une influence. Deuxièmement, la pérennité de la valeur actionnariale et de l'influence de la finance dépend de la régulation publique et des rapports institués sectoriellement, qui permettent d'assurer simultanément cet impératif avec celui de l'investissement.

Dans les deux secteurs, l'influence de la finance, médiatisée par les structures sectorielles et la rivalité concurrentielle, se traduit par l'adoption des règles de la *corporate governance*, d'importants niveaux de distribution de valeur, un processus de recentrage et un transfert du risque vers les Etats. En revanche, alors que la régulation du secteur ne semble pas remise en cause dans le secteur de la défense américain, celle-ci l'est partiellement dans l'industrie pharmaceutique, remettant de fait en cause la soutenabilité de la valeur actionnariale.

Ces conclusions découlent d'une analyse historique des règles de coordination entre les agents parties prenantes à chacun des secteurs, selon une méthodologie institutionnaliste. En particulier, elle met en relief le rôle central joué par les arrangements que nouent les plus puissantes firmes de chaque secteur (les majors) avec les pouvoirs publics et qui organisent largement la régulation sectorielle (notamment au regard de la création de valeur pour l'actionnaire).

## **La valeur actionnariale dans l'industrie américaine de l'armement**

### *L'apparition de création de valeur actionnariale pour les majors*

Selon notre échantillon<sup>1</sup>, les grosses entreprises de l'industrie américaine de l'armement répondent aux constatations formulées par les thèses contemporaines sur la valeur actionnariale.

- Au 30/06/ 2005, l'étude des cinquante premiers actionnaires montre que les investisseurs institutionnels possèdent environ 94 % des actions. De plus, plus de 84 % de ces actionnaires sont des gestionnaires pour tiers.
- Entre 1996 et 2005, l'effort annuel de distribution de valeur pour l'actionnaire (somme des dividendes versés et des rachats d'actions propres divisée par le profit net, notée DVA) possède une médiane de 85 % et une moyenne de 95 %. Ce taux traduit une allocation de richesses clairement orientée vers la création de valeur pour les actionnaires.
- Dans le même temps, les fusions et acquisitions se développent mais sont systématiquement suivies de réductions de personnels et de réorganisation des modes de production afin de réaliser des économies. Ainsi, la chiffre d'affaires par employé augmente de 60 % sur la période.
- Dès l'année 1990, l'ensemble des entreprises possède un *chief financial officer* identifié.
- En 2005, les entreprises possèdent en moyenne plus de deux tiers d'administrateurs indépendants, taux qui est supérieur à l'exigence de 50 % exigée par la loi américaine pour les entreprises cotées.

Si l'échantillon est à l'image des caractéristiques de la création de valeur pour l'actionnaire au niveau macroéconomique, il n'en va pas de même pour toutes entreprises qui le composent : les grosses entreprises distribuent plus à l'actionnaire que celles de taille plus modeste. Cette constatation s'explique par le marché du contrôle. En effet, le Pentagone autorise en 1993 les plus grosses entreprises à se concentrer (et uniquement elles), à cause du contexte de réduction des commandes depuis la chute du mur de Berlin en 1989. Cette décision est également motivée par le fort lobbying des banques d'affaires auprès du Pentagone (Markussen, 1997). En effet, elles se soucient de mettre fin à l'exemption du secteur de la défense en matière de fusions et acquisition afin de toucher des commissions sur les opérations de concentration.

Dès lors, les grandes entreprises se regroupent et une concentration du marché s'opère et cinq majors apparaissent (Boeing, General Dynamics, Lockheed Martin, Northrop Grumman, Raytheon) : en 2004, elles sont présentes dans tous les programmes clefs du Pentagone, captent 38 % de ses dépenses militaires totales du Pentagone, 53 % de ses dépenses en R&D (qu'il réalise en externe) et 60 % de ses contrats (en valeur). Ce faisant, la croissance externe

---

<sup>1</sup> Il se base sur les entreprises cotées en bourse qui réalisent au moins un tiers de leur production dans la défense en 2004, qui appartiennent au top 100 mondial et font partie de la base industrielle et technologique de défense : Alliant Techsystems, Armor Holdings, Boeing, DRS Technologies, EDO, General Dynamics, Harris, Honeywell International, ITT Industries, Lockheed martin, Northrop Grumman, Orbital Science, Raytheon.



contribue ces entreprises à s'endetter : les *majors* voient leur taux d'endettement passer de 27 % en 1993 à 80 % en 1997. Consécutivement, elles se retrouvent sous les feux de la rampe des analystes financiers spécialisés dans le crédit (Moody's, Standard & Poor's essentiellement) qui émettent des avertissements sur leur capacité durable à reverser des liquidités aux actionnaires, d'où le début de grands programmes de rachats d'actions propres par ces entreprises afin de rassurer les investisseurs pour qu'ils conservent les titres. Tel est le mécanisme de distribution de valeur pour l'actionnaire des *majors*, mécanisme absent des entreprises de taille plus modeste non engagée dans les luttes pour le contrôle des concurrents par absorption.

### *La soutenabilité de la création de valeur pour l'actionnaire*

Pour autant, la contrainte de valeur actionnariale n'oblige pas les entreprises, notamment les *majors*, à négliger leurs dépenses productives. Ceci s'explique par le fait que ces dépenses sont, pour l'essentiel, prise en charge par le budget fédéral.

- L'effort annuel de recherche et développement (R&D) autofinancée (dépenses en R&D autofinancée divisées par chiffre d'affaires) ne souffre pas de la distribution de valeur à l'actionnaire car il se maintient entre 1996 et 2005 aux alentours de 3 %. De plus, l'évolution des sommes absolues en R&D autofinancée croît à un rythme semblable à celle de la DVA.
- Sur la même période, l'évolution des dépenses en investissements corporels et incorporels n'est pas contrariée, car elle croît à un rythme supérieur à celui de la DVA.
- Quant aux immobilisations corporelles, leur proportion dans la part des actifs totaux se stabilise à une moyenne de 21 %.

L'enseignement statistique suggère que les entreprises ne sacrifient pas le maintien ni le développement de nouvelles compétences productives. Il est d'ailleurs largement corroboré par les faits, puisque les armées états-uniennes (essentiellement équipées par des entreprises nationales) possèdent, depuis la disparition de l'URSS, l'éventail des matériels le plus large et les équipements les plus performants. Par conséquent, la montée de la valeur actionnariale durant les années 1990 n'a pas fondamentalement contrarié la reproduction du mode de régulation sectoriel issu de la guerre froide et qui faisait échapper la production d'armement à une logique de marché. Cette pérennisation découle directement de la définition par les *stakeholders* d'une politique de défense dans laquelle le gouvernement prend à sa charge l'essentiel des coûts irrécouvrables privés, soulageant ainsi la contrainte financière des entreprises. Celles-ci s'avèrent donc capables de dégager des *cash flows* leur permettant de pratiquer la DVA, alors leurs investissements demeurent, notamment parce qu'ils sont financés par le gouvernement.

En effet, la politique de défense est un compromis négocié entre le gouvernement (financier de la R&D et de l'industrialisation privées puis acheteurs des produits financés moyennant une prime reversée aux entreprises dans le cadre de programmes d'armement), les états-majors militaires (demandeurs des produits par l'intermédiaire du gouvernement puis utilisateurs), les parlementaires (votant les programmes d'armement) et les entreprises (fournisseurs des produits pour le compte du gouvernement). Or, après la chute de l'URSS, ces acteurs ont redéfini une politique de défense basée sur une primauté de la technologie justifiée par la lutte contre le terrorisme et le maintien du *leadership* mondial américain. Cela se traduit par exemple par la poursuite du programme d'avion de combat F-22 (pourtant conçu afin de répondre aux exigences géopolitiques de la guerre froide) ou la création du

département de la Sécurité Intérieure. En fait, sous la pression des lobbies industriels au congrès, les collusions entre dirigeants et administrateurs d'entreprise (soucieux du *cash flow*), hauts fonctionnaires du gouvernement (soucieux de conserver leur rang), états-majors (soucieux des équipements très perfectionnés des troupes) et de certains parlementaires (soucieux de maintenir l'emploi dans leurs circonscriptions électorales), le budget de la défense (notamment sa partie R&D et achats) est en croissance depuis le deuxième mandat du président B. Clinton. Il permet donc de financer des systèmes d'armes de plus en plus complexes, coûteux pour le contribuable et lucratives pour les industriels.

De son côté, le capital financier joue un rôle déterminant dans ce fonctionnement du complexe militaro-industriel états-unien (Serfati, 2002, Mampaey & Serfati, 2004). Outre son influence dans la décision du Pentagone d'autoriser la concentration des entreprises, il faut encore souligner le rôle des analystes financiers. En effet, ils focalisent largement leurs évaluations sur les financements publics, tant globalement que par programme et par entreprise. Par conséquent, les entreprises sont en fait évaluées par rapport aux financements qu'elles reçoivent par programme. Ainsi, pour éviter qu'elles soient mal évaluées, le gouvernement et le congrès négocient des modalités telles que les budgets d'acquisition soient en hausse et que les contrats de défense demeurent avantageux pour les industriels. De même, le Pentagone pérennise la pratique d'une faible mise en concurrence dans l'attribution des contrats, puisque entre 1998 et 2003, seulement 1/3 sont passés en concurrence et ce ratio diminue encore pour certaines *majors* (Moura, 2006). Enfin, P. Aldridge (sous-secrétaire aux acquisitions) annonce en 2001, mais avant les attentats du 11 septembre et de l'avènement de la guerre contre le terrorisme, une série de mesures favorables pour les entreprises, parmi lesquelles l'accroissement du montant des financements, l'assouplissement des modalités de remboursements et d'avances pour la R&D, un relèvement des primes sur les contrats. Ces dernières mesures pérennisent l'utilisation majoritaire de contrats d'armement de type *cost plus*, en vertu desquels le Pentagone préfinance la production aux industriels, rembourse tout au partie des surcoûts liés à la R&D auxquels ils feraient face, puis leur achète le produit fini moyennant une prime par rapport aux coûts de production.

#### *La généralisation de la création de valeur actionnariale*

Au total, la co-influence entre finance et industrie conduit à un ré-enclavement des entreprises dans la production de défense, alors même qu'elles avaient passé le début des années 1990 à tenter de se diversifier pour échapper à la crise des dépenses publiques de défense consécutives à la chute du mur de Berlin. En 2005, les ventes de défense représentent en moyenne 72 % du chiffre d'affaires total des entreprises de notre échantillon, contre 57 % en 1999. Cet enclavement est salutaire pour les *majors* encore endettées et opportun pour les entreprises de second rang qui escomptent ainsi spécialiser leurs compétences dans la production de défense pour atteindre une place de contractant de premier rang sur les gros programmes les plus rémunérateurs du Pentagone. Cela devient d'autant plus opportun que certaines d'entre elles ont engagé un processus de consolidation, faisant émerger la problématique de l'endettement et de son évaluation, à l'image de ce qui s'est produit pour les *majors* une décennie plus tôt.

#### **La valeur actionnariale dans l'industrie pharmaceutique**

Le cas de l'industrie pharmaceutique est celui d'un secteur dans lequel les pratiques de la valeur actionnariale se sont fortement développées et ont façonné les modèles productifs, sans que pour autant cela ne se traduise par un ralentissement des investissements en R&D. Cela a été possible grâce à la régulation particulière du secteur et au travail politique des acteurs qui

assurent un haut niveau de profit. Mais désormais l'industrie voit la productivité de sa R&D et de ses innovations décliner et son mode de régulation entrer en crise.

### *L'apparition de la norme de création de valeur actionnariale*

Dans l'industrie pharmaceutique, les normes de la valeur actionnariale structurent de façon importante les rapports interfirmes et servent de catalyseur des restructurations des groupes, mais cela dans des proportions différenciées selon l'origine nationale des groupes, la structure actionnariale et la taille des sociétés. Ainsi les grands groupes anglo-saxons apparaissent fortement soumis à la valeur actionnariale dans la mesure où l'essentiel de leur capital est la propriété d'investisseurs institutionnels : ainsi pour ce qui est des 15 plus grands groupes pharmaceutiques et biopharmaceutiques américains, en moyenne sur les 50 premiers investisseurs, 93,3% étaient des investisseurs institutionnels en 2004<sup>2</sup>.

Dans l'ensemble les pratiques visant à maximiser la valeur actionnariale s'appliquent à la plupart des groupes cotés dominants, même si les groupes européens les appliquent sous des formes hybrides (en particulier si leur capital est protégé) : ainsi les pratiques de relation, de rémunération en *stock-options*, de communication financière selon les normes anglo-saxonnes, de fusions, de recentrage et de cessions des activités les moins rentables sont en effet pratiquées (Montalban et Moura, 2006 ; Montalban, 2007 et 2008a). De même la présence d'administrateurs indépendants au conseil d'administration se vérifie, même si les formes de gouvernance des groupes européens sont hybridées en fonction du droit national<sup>3</sup>. Les groupes japonais en revanche pratiquent peu les règles de la valeur actionnariale : les conseils d'administration des groupes japonais n'ont aucun administrateurs indépendants, ont effectué très peu de cessions d'activités, les groupes ont une rentabilité plus faible que leurs concurrents anglo-saxons ou européens (Montalban, 2007 et 2008a). En revanche ils commencent à racheter leurs actions.

Dans l'ensemble l'industrie pharmaceutique était jusqu'à une date très récente un des secteurs les plus « créateurs de valeur », et en conséquence il est stratégique dans les placements des investisseurs institutionnels. De plus les niveaux de distribution de valeur à l'actionnaire sont relativement élevés en moyenne : entre 1996 et 2005, les 15 plus grands groupes américains ont distribué en moyenne 89% de leur résultat net les rachats d'actions représentant en moyenne 40% du résultat net, tandis que les dividendes augmentaient régulièrement quels que soient les niveaux de profit. En moyenne le ROE des 15 plus grands groupes pharmaceutiques américains est de 26,5% entre 1996 et 2005 ; le ROE médian était de 29,5%.

### *La soutenabilité de la création de valeur actionnariale*

Malgré ces importants niveaux de rentabilité les niveaux d'investissement et de dépenses en R&D n'ont pas été affectés, notamment du fait des coûts croissants de développement clinique. Les dépenses nominales de R&D ont crû de 5,57% par an entre 1996 et 2005 pour les 15 plus grands groupes américains, soit légèrement moins vite que la DVA qui progressait de 6,24% par an. Dans le même temps le ratio R&D sur chiffre d'affaires a crû de 12% en 1996 en moyenne à 14,38% en 2005. En somme l'effort de R&D s'est maintenu, grâce à la croissance du chiffre d'affaires. Néanmoins les programmes de recherche dans l'industrie pharmaceutique sont soumis à la règle de la valeur actionnariale : un projet n'est mis en

<sup>2</sup> Dont 88% étaient des gestionnaires pour compte de tiers et 68% effectuent une gestion active.

<sup>3</sup> Ainsi les entreprises allemandes, scandinaves et françaises sont marquées par la présence de représentants syndicaux au conseil d'administration ou des conseils de surveillance.

œuvre que si on espère un taux de rentabilité supérieur au coût d'un placement sur les marchés financiers, notamment chez Pfizer et Merck & Co (Montalban et Moura, 2006). Cependant on observe d'importantes différences entre les groupes. En particulier les groupes biopharmaceutiques ou de biotechnologies peuvent être fortement déficitaires, et par ailleurs ne distribuent pas de dividendes, tandis que leur effort en R&D sont plus élevés en moyenne que les groupes dominants (Bélis-Bergouignan et Montalban, 2006 ; Montalban, 2007).

La relative soutenabilité de la valeur actionnariale dans l'industrie pharmaceutique s'explique par les spécificités institutionnelles et technologiques de ce secteur. Tout d'abord l'industrie pharmaceutique est un secteur basé sur la science, donc fondé fortement sur l'innovation et très intense en R&D.

Ensuite la régulation du secteur se fonde :

- Sur une importante réglementation des médicaments, qui doivent obtenir une autorisation de mise sur le marché auprès d'une administration de contrôle après des essais cliniques coûteux, créant ainsi une barrière à l'entrée favorisant les firmes installées,
- Sur les systèmes d'assurance-santé permettant une hausse continue de la demande,
- Sur une forte protection de la propriété intellectuelle autorisée par les brevets permettant d'extraire des rentes pouvant servir à l'investissement et à la distribution pour les actionnaires,
- Les biotechnologies bénéficient aux Etats-Unis d'un financement fédéral considérable (Montalban, 2007).

Ce mode de régulation sectorisé, qui se stabilise sur une forme de compromis entre l'industrie pharmaceutique (grâce à un travail politique intense et assez efficace, l'industrie pharmaceutique étant le secteur qui dépense le plus en lobbying aux Etats-Unis, voir Montalban, 2008), l'Etat, les financeurs des systèmes de santé et les différents acteurs de la santé, permet d'assurer un important niveau structurel de rentabilité et une forte distribution de valeur, tout en autofinçant les dépenses de R&D grâce à des barrières à l'entrée fortes.

Le développement de la valeur actionnariale a cependant fait évoluer certaines conditions stratégiques et pose la question de la soutenabilité de certaines stratégies. En effet les processus de recentrage et de cessions sont largement accélérés par les investisseurs, sous l'effet de l'évaluation et de l'étalonnage des analystes financiers ainsi que les opportunités du marché. Certains groupes cherchent alors à se focaliser sur le segment des médicaments éthiques<sup>4</sup> en concentrant et centralisant le maximum de capitaux, en R&D et surtout en marketing. Afin de maximiser la valeur actionnariale et assurer des positions dominantes sur le marché, la possession de médicaments *blockbusters*<sup>5</sup> devient un moyen d'atteindre cet objectif et donc un moyen d'assurer la reproduction de la firme. Ces médicaments sont essentiellement des inventions marketing, et apportent en général peu d'améliorations par rapport aux produits existants. L'augmentation de la taille du réseau commercial, la focalisation des firmes aux Etats-Unis (marché le plus rentable et avec la croissance la plus

---

<sup>4</sup>Un médicament éthique est un médicament de marque, fourni sous prescription médicale et protégé par un brevet.

<sup>5</sup> Un blockbuster est un médicament éthique permettant de générer un chiffre d'affaires de plus d'un milliard de dollar par an. Ils sont les principaux contributeurs de la croissance et des profits des grands groupes.

forte à cause de son système de prix et de publicité libres) sont la conséquence logique de cette stratégie déséquilibrée. La concurrence devient alors d'autant plus forte, puisque la taille et la croissance des groupes contraignent les concurrents soit à adopter à leur tour un modèle fondé sur les *blockbusters* pour se soustraire au risque de la prédation sous forme d'OPA, soit à se positionner sur des niches quand ils ne peuvent atteindre une taille suffisante. L'adoption des modèles *blockbusters* est donc accélérée et entraîne un durcissement de la sélection concurrentielle puisque la focalisation conduit à une dépendance envers ces produits-phare, contraignant au renouvellement de ceux-ci pour satisfaire au jugement de la communauté financière. La croissance externe par fusion devient un moyen de suppléer à la perte d'un *blockbuster*. Les fusions permettent bénéficier d'économies d'échelle et de gamme dans la recherche (Henderson et Cockburn, 1993 et 2001 ; Hamdouch et Depret, 2001), d'accroître la taille de leur *pipeline*<sup>6</sup>, de leur réseau commercial et d'accords de recherche. Mais elles sont aussi coûteuses et entraînent des restructurations importantes des centres de recherche, avec parfois des rationalisations drastiques des effectifs et des coûts. Afin d'économiser des capitaux propres, d'augmenter la taille des *pipelines* et la productivité de la R&D, une externalisation croissante de la R&D se développe auprès des entreprises de biotechnologies, des *Contract Research Organizations* et d'autres groupes pharmaceutiques (Hamdouch et Depret, 2001 ; Montalban, 2007). L'externalisation de la production se développe également auprès de façonniers sur des produits en fin de vie, remettant progressivement en cause l'organisation fortement intégrée verticalement qui prévalait jusque dans les années 1980.

---

<sup>6</sup> Le *pipeline* est le portefeuille de médicaments en développement d'un groupe pharmaceutique.

**La variété des modèles productifs de l'industrie pharmaceutique**

	<b>Modèles blockbuster pur joueur</b> <b>Groupes dominants</b>	<b>Modèles blockbuster diversifié en santé</b> <b>Groupes dominants</b>	<b>Modèles « biopharma »</b> <b>Groupes outsiders</b>	<b>« Spécialités » pharma</b> <b>Groupes dominés</b>	<b>Modèles génériques</b> <b>Groupes dominés</b>	<b>Conglomérats de chimie</b> <b>Groupes en déclin</b>
<b>Stratégie de profit, politique produit, position sur le marché</b>	Stratégie innovation et volume, focalisation sur les blockbusters, le marketing et des domaines thérapeutiques les plus rentables ; cession des activités non pharmaceutiques ; contrôle du marché pour empêcher l'entrée des concurrents	Mise sur le marché de blockbuster ; diversification dans des produits de santé humaine et animale générant d'importantes marges (diagnostics, matériel médical, parapharmacie)	Stratégie d'innovation radicale basée sur les biotechnologies ; positionnement sur des niches très rentables et des blockbusters dans des maladies graves (cancer...) ; intensité en R&D plutôt qu'en marketing	Stratégie de niche dans les médicaments éthiques, couplée éventuellement avec des activités génériques ou connexes ; stratégie volume et variété, et à la marge innovation de niche	Stratégie basée sur la mise sur le marché de génériques ; volumes et variété	Diversification des activités de la chimie vers la pharmacie et l'agrochimie, Stratégie innovation et variété
<b>Gouvernance et politique financière</b>	Gouvernance actionnariale ; rentabilité élevée hauts niveaux de distribution de profits	Gouvernance actionnariale ; rentabilité élevée hauts niveaux de distribution de profits ;	Adhésion partielle à la gouvernance actionnariale ; rentabilité plus faible ; pas de dividendes mais rachats d'actions	Adhésion à la gouvernance actionnariale très variable ; rentabilité moyenne ; pas de dividendes, mais rachats d'actions	Pas ou peu d'adhésion à la valeur actionnariale ; rentabilité moyenne	Gouvernance actionnariale ou partenariale mais pas de rachats d'actions
<b>Organisation productive</b>	Externalisation de la recherche et du développement (phase I et IIa) ; fabrication des médicaments éthiques en interne ; externalisation de la fabrication des vieux médicaments ; position centrale dans les réseaux d'alliance et de recherche	Externalisation de la recherche et du développement (phase I et IIa) ; fabrication des médicaments éthiques en interne ; externalisation de la fabrication des vieux médicaments	Internalisation de la production et forte intensité en R&D (internalisation), mais alliances multiples pour capturer des connaissances ; alliances avec les groupes dominants pour commercialiser les produits	Internalisation de la production ; faible intensité en R&D ; éventuellement recours à des alliances avec les grands groupes ou des biotech pour le co-développement de produits	Internalisation de la production ; faible intensité en R&D	Forte internalisation, faible productivité de la R&D pharmaceutique

Malgré un processus de relative convergence des modèles pour les firmes dominantes par recentrage et hybridation, conformément aux résultats de la théorie évolutionniste et de l'approche des modèles productifs, on observe une certaine variété des modèles productifs. Ces différences s'expliquent par les différences dans les régulations nationales, de positionnement dans la hiérarchie du marché et de gestion du risque. Cependant la pression pour le recentrage reste forte et commune à l'ensemble des firmes.



*Prospérité et crise des modèles blockbuster : changement institutionnel et remise en cause des conditions de viabilité de la valeur actionnariale*

Cependant les préceptes de la valeur actionnariale et les modèles *blockbuster* deviennent d'autant moins cohérents que le nombre de molécules sur le marché a baissé entre 1996 et 2003, que les génériques concurrencent de façon de plus en plus importante les grands groupes, que la régulation sanitaire se fait plus stricte (suite à plusieurs scandales, dont le Vioxx de Merck & Co), que les états essayent de limiter les dépenses et que le développement de la génomique et de la conception rationnelle du médicament remettent partiellement en cause la stratégie visant à mettre au point des médicaments de masse au profit de médicaments plus individualisés. Comme pour le cas de l'industrie de la Défense américaine, la transformation la régulation du secteur, par l'intervention de l'Etat et par l'entrée de concurrents remet en cause la soutenabilité de la valeur actionnariale. L'industrie apparaît aujourd'hui en crise et en recherche de modèles de substitution. Face à ce constat on peut s'attendre à une évolution de la régulation sectorielle sous l'effet de l'Etat, de l'action publique et du lobbying (Montalban, 2008a).

Enfin la thèse de la financiarisation se vérifie en partie, puisque la valeur actionnariale s'est imposée sous l'effet des investisseurs institutionnels et des analystes financiers dans le secteur pharmaceutique tout en redéfinissant les pratiques, mais cela ne s'est pas fait au détriment de la R&D ou du développement technologique comme on aurait pu le croire en suivant Lazonick et O'Sullivan (2000) ou plus anciennement Veblen (1904) ou Hilferding (1910). Cependant le parasitisme s'exprime d'une façon différente, dans la mesure où les grands groupes pharmaceutiques financiarisés ne sont pas nécessairement les plus innovants, puisqu'ils ont au cours des années 1990 préféré se centrer sur des innovations marketing que des innovations radicales, qui sont plus le fait des entreprises biopharmaceutiques. La plupart des médicaments éthiques mis sur le marché n'apportent le plus souvent que des améliorations mineures par rapport aux médicaments déjà sur le marché, tandis que la productivité de la R&D s'est ralentie et que plusieurs groupes ont été accusés de masquer des résultats négatifs d'essais cliniques. C'est même l'appropriation privée de richesses collectives grâce aux brevets ainsi que le marketing qui sont à l'origine de la domination des grands groupes, conformément aux thèses de Veblen (Montalban, 2008b). On peut aussi souligner que le développement de la finance, couplé à la brevetabilité du vivant, a permis en partie le développement du secteur des biotechnologies, par une appropriation privée des connaissances publiques ; ses firmes se financent par le biais des grands groupes, mais aussi par le biais du capital-risque et des émissions d'actions (Bélis-Bergouignan et Montalban, 2006 ; Coriat et Orsi, 2003).

## **2. Valeur actionnariale et géographie des modèles de capitalisme**

Les thèses qui précèdent négligent la diversité géographique des structures actionnariales. La géographie du capitalisme compte ! La littérature économique démontre que les structures actionnariales sont « situées » géographiquement et sont très différentes selon les types de capitalisme. Il n'existe donc pas un seul modèle de marchés financiers, il existe donc une diversité des rapports finance-industrie.

## **2.1. Rationalité « située » des acteurs et structuration spatiale des marchés**

Le développement de la sphère financière ne s'effectue pas dans un espace globalisé dans lequel les frontières nationales seraient effacées mais au sein d'un espace fait de discontinuités, géographiques, culturelles ou institutionnelles. Cet espace est une contrainte pour les investisseurs. Deux faits stylisés (le biais-pays et l'effet Tesar Werner) le montrent clairement. Les investisseurs font une claire distinction entre placement domestique et placement à l'étranger et leur horizon de placement se raccourcit significativement avec l'éloignement des placements. Ainsi, les investisseurs américains préfèrent investir localement (Huberman (2000)) et la distance compte dans les mouvements de capitaux internationaux alors que l'informatisation des transactions laisserait penser le contraire (Portes et Rey (1999)). Pour expliquer la préférence pour l'investissement local, Huberman fait appel à la notion de « connaissance ». Il argue du fait que les gens préfèrent simplement traiter des situations familières. Cependant, il ne définit pas vraiment ou n'explique pas ce qu'est la connaissance. Coval et Moskowitz (1999) examinent les placements actions des détenteurs américains et relèvent aussi une forte préférence locale y compris à l'intérieur des Etats-Unis. Cette préférence est attribuée à des asymétries d'information.

En considérant les marchés d'actions comme des marchés globalisés, les travaux empiriques ont donc été amenés à négliger les différences de comportement des acteurs selon l'allocation géographique de leurs fonds. Ces différences ont été abusivement attribuées à des coûts de transaction, des barrières à l'entrée voire à « barrières inobservables ». La plupart des études se sont concentrées sur des marchés particuliers : les Etats-Unis Falkenstein (1996), le Japon (Kang et Stulz 1997), la Suède (Dahlquist et Robertsson 2003). Covrig et alii (2005) étudient les placements des mutual funds dans des pays développés et dans des pays en voie de développement, ils montrent des biais géographiques au niveau de l'investissement à l'étranger, les fonds préfèrent les pays « proches » géographiquement ou culturellement notamment du point de vue de la langue. Ces effets « de congruence » avaient été mis en évidence par des études sectorielles (Baudru, Lavigne 2001, Dupuy Lung 2002, Dupuy Lavigne 2009).

Ces différences géographiques dans l'allocation des fonds représentent une « énigme » de plus pour l'approche standard car les investisseurs n'exploitent pas complètement les gains liés à la diversification internationale.

L'autre énigme est relative au fort turn-over des fonds internationaux relativement au turn-over des actions domestiques. Ce paradoxe est relevé par Tesar et Werner (1995). Ce turn-over ne s'explique pas par la théorie traditionnelle des choix de portefeuille. Cet effet est aussi contradictoire avec les travaux qui expliquent le biais pays par l'existence de coûts de transaction car si ceux-ci sont élevés le turn-over sur les actions domestiques devrait être supérieur au turn-over sur les actions extérieures. Ahearne et al.(2001), Domowitz et al.(2000) et Warnock et Mason (2001) montrent que les coûts de transaction jouent un rôle limité dans l'explication du biais pays, ceci confirme bien l'existence de l'effet Tesar-Werner.

## **L'importance de la liquidité dans la structuration spatiale des marchés**

Le risque de liquidité est central dans la gestion d'actifs (Orléan 1999). Il permet de hiérarchiser les différentes capitalisations car ce risque est fort sur les petits marchés (small cap ou les petites entreprises ou les petites capitalisations). Ainsi, certains marchés sont par nature plus liquides, non par nature, mais parce que les acteurs financiers intègrent dans leurs croyances voire dans leurs instruments de placement une vision « située » de la liquidité. Par exemple, les marchés d'actions américains sont donc par nature plus liquides pour des raisons qui relèvent de leur structure réelle mais aussi par le fait que les investisseurs institutionnels croient en cette liquidité. De plus, celle-ci reste une notion relative puisque tout actif est censé s'échanger contre l'élément monétaire qui est un actif liquide par excellence. Dans son fonctionnement régulier, un marché liquide est donc caractérisé par la présence d'acteurs ayant une hétérogénéité des anticipations et des comportements qui assurent l'absorption des ordres. Comme le relève Arnaud Baveras « l'évaluation exagérément optimiste de la liquidité du marché , c'est-à-dire la conviction de pouvoir réaliser les transactions aux prix courants, sans délais ni coûts de transaction notable peut constituer un risque pour le marché ». En effet, il existe une illusion de liquidité qui est susceptible d'expliquer certains phénomènes de marché mis en évidence par de nombreux travaux comme l'over-confidence ou les crises liées à la raréfaction de la liquidité. La liquidité est un élément qui est de fait difficile à définir puisque elle est le fait d'un faisceau de propriétés plus que d'une caractéristique unidimensionnelle des actifs et des marchés

En liquidité régulière, les marchés peuvent donc s'équilibrer grâce à la présence d'acteurs actifs qui concourent à l'animation des marchés. Le tableau suivant nous donne une idée du poids de ces acteurs dans la capitalisation mondiale.

Dans notre étude portant sur l'ensemble des détentions d'actions dans le monde (Dupuy et Lavigne 2009)<sup>7</sup> nous avons classés les investisseurs selon leur degré de rotation de portefeuille.

---

<sup>7</sup> Dupuy C. Lavigne S. (2009), Géographies de la Finance mondialisée, La Documentation Française, Notes et Etudes Documentaires, septembre, Paris.

Dupuy C. Lavigne S. Chenaf-Nicet (2010), "Does Geography Still Matter? Evidence on the Portfolio Turnover of Large Equity Investors and Varieties of Capitalism," *Economic Geography*, Volume 86 No. 1

**Tableau 2 - Le degré de rotation du portefeuille des investisseurs dans le monde**

	NOMBRE	%/Total	Millions de \$	% / Total
Portefeuilles gérés de façon court-termiste : détentions inférieures à 18 mois (high)	1384	11,62%	3 588 690	16,48%
Portefeuilles à rotation modérée : Détentions comprises entre 18 et 36 mois (Mod)	1060	8,90%	6 745 350	30,97%
Portefeuilles à rotation lente : Détentions supérieures à 36 mois (Low)	792	6,65%	6 359 100	29,20%
Portefeuilles à Détentions non négociées (Zero)	8674	72,83%	5 085 270	23,35%
Total	11910	100,00%	21 778 410	100,00%

Source Thomson One Banker –projet ESEMK-

La liquidité réelle des marchés est assurée par quelques acteurs très actifs du point de vue rotation des portefeuilles qui font tourner leur portefeuille et qui ont un horizon de placement limité (inférieur à 18 mois). Si la contribution globale des acteurs peu réglementés à la liquidité de l'ensemble des marchés est limitée en valeur (les hedge-funds sont un bon exemple), leur présence est pourtant essentielle pour assurer la liquidité réelle des marchés au jour le jour. En l'absence de ces acteurs, la liquidité du marché serait plus limitée. Nous pouvons parler « d'illusion » de la liquidité qui n'est donc entretenue que par le fait que certains acteurs très actifs sont présents sur le marché

Le tableau précédent analyse les marchés d'actions comme un tout globalisé. Or, ceux-ci sont aussi structurés spatialement. La première raison de cette structuration est liée à chaque modèle de capitalisme. La liquidité réelle d'un marché dépend de la structure de l'actionnariat (concentré, dispersé), du type d'actionnaire (banques, familles, investisseurs institutionnels...) ainsi que des différentes règles juridiques qui structurent chaque modèle de capitalisme. Les travaux pionniers menés par le LEREPS en France sur ce sujet (Morin 1998, Morin Dupuy 1993, Morin 2006) montraient clairement ce lien. Comment les investisseurs institutionnels allouent-ils leurs choix en Europe ? Peut-on observer des différences dans les choix de localisation notamment du point de vue des degrés de liquidité de leurs portefeuilles ? Observe-t-on un effet d'éviction des investisseurs institutionnels lorsque les structures actionnariales sont dominées par des blockholders ?

## 2.2. La géographie de la finance en Europe

Le tableau précédent analyse les marchés d'actions comme un tout globalisé. Or, ceux-ci sont aussi structurés spatialement. La première raison de cette structuration est liée à chaque modèle de capitalisme. La liquidité réelle d'un marché dépend de la structure de l'actionnariat (concentré, dispersé), du type d'actionnaire (banques, familles, investisseurs institutionnels...) ainsi que des différentes règles juridiques qui structurent chaque modèle de capitalisme. Les travaux pionniers menés par le LEREPS en France sur ce sujet (Morin 1998, Morin Dupuy 1993, Morin 2006) montraient clairement ce lien. Comment les investisseurs institutionnels allouent-ils leurs choix en Europe ? Peut-on observer des différences dans les choix de localisation notamment du point de vue des degrés de liquidité de leurs portefeuilles ?

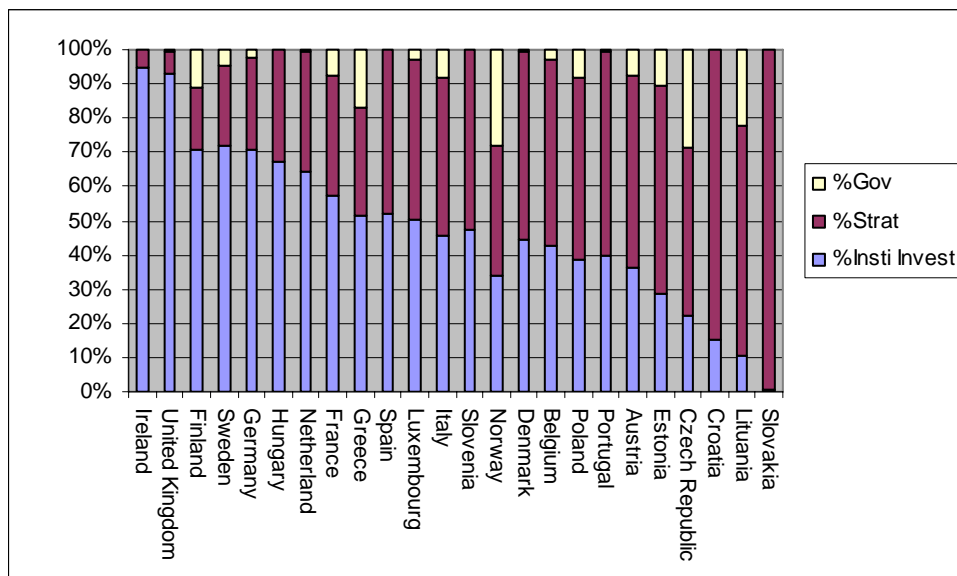
Observe-t-on un effet d'éviction des investisseurs institutionnels lorsque les structures actionnariales sont dominées par des blockholders ?

Si certains marchés financiers sont dominés par des acteurs stratégiques qui renoncent à la liquidité de leurs actifs (les blockholders), les autres détenteurs d'actions, les investisseurs institutionnels, font donc face à un risque d'illiquidité. Existe-t-il un effet d'éviction des investisseurs institutionnels lorsqu'il existe une forte présence des blockholders dans la structure actionnariale ?

### 2.2.1 La structure actionnariale du capitalisme Européen

Le graphique 1 distingue les principaux marchés financiers européens selon le rôle joué par les actionnaires stratégiques (%STRAT)<sup>8</sup> et le rôle des gestionnaires pour tiers ou investisseurs institutionnels et les détentions gouvernementales.

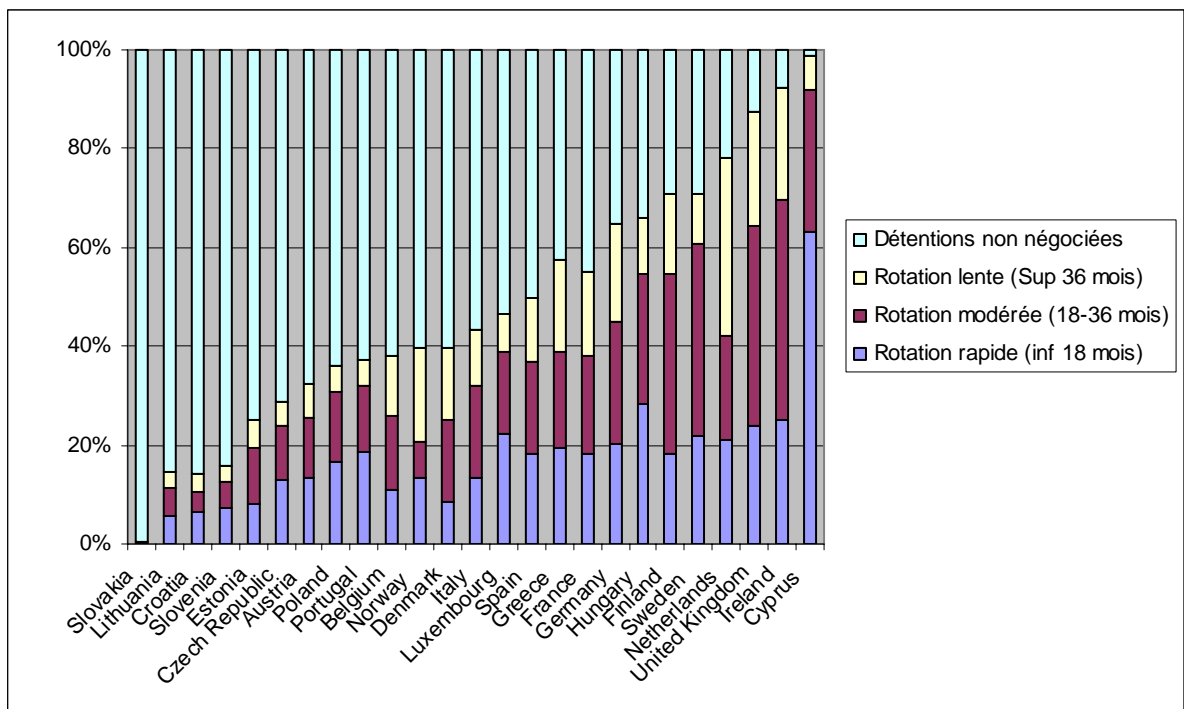
Graphique 1 - La structure actionnariale du capitalisme Européen (2007)



Il permet d'opposer les pays qui ont une structure actionnariale dispersée à ceux qui ont une structure actionnariale concentrée. Les deux cas archétypiques sont ceux de la Grande Bretagne ou de l'Irlande (capitalisme de marché financier) et les pays de l'Est de l'Europe dominés par des Blockholders. Notons d'ores et déjà que des pays comme l'Allemagne, de la Suède, de la Hollande et dans une moindre mesure la France ont plus de 60% de leur capitalisation détenue par des investisseurs institutionnels. Ces pays ont clairement basculé ces dernières années vers un capitalisme de marché financier mais n'ont toutefois pas une structure d'actionnariat dispersée. Il n'existe pas d'effet d'éviction des investisseurs institutionnels. Le cas Allemand et Français montrent que peuvent coexister blockholders et gestionnaires pour Tiers.

<sup>8</sup> Nous définissons comme actionnaires stratégiques la proportion d'actions détenues par des blockholders qui n'ont pas été valorisées sur le marché depuis une année.

Graphique 3 - Le turn-over du portefeuille des détenteurs d'actions en Europe



Les investisseurs institutionnels sont hétérogènes du point de vue de leur approche de la liquidité, l'allocation géographique de leurs fonds est segmentée géographiquement parce ceux-ci doivent faire face à un risque d'illiquidité structurel des marchés et des titres. La structure géographique des marchés d'actions conduit les acteurs à hiérarchiser dans l'allocation de leurs fonds les différents marchés d'actions dans le monde en organisant leurs portefeuilles en fonction du risque géographique lié à la liquidité des actifs détenus.

Cette organisation passe d'abord par la gestion de la liquidité par chaque type d'investisseur institutionnel. Nous avons classé les investisseurs en fonction de la rotation globale de leur portefeuille.

A l'exception de Chypre qui est une petite place off-shore, les détenteurs court termistes à fort turn-over (détentions inférieures à 18 mois) ne dépassent que très rarement 20% des détentions. En Grande Bretagne et en Irlande leur poids est de 23/24%. Il n'est guère supérieur aux pourcentages de pays comme la France, la Hollande, la Suède ou l'Allemagne.

Ces acteurs assurent malgré tout la liquidité du marché et leur retrait éventuel rapide fait courir un risque systémique d'illiquidité. Il est particulièrement fort dans les petites capitalisations qui sont très souvent dominées par les blockholders. La présence d'investisseurs institutionnels à taux de rotation élevé semble corrélée positivement à la présence des blockholders. Plus les marchés financiers sont développés, plus ils accueillent des investisseurs institutionnels à rotation faible et modérée. Inversement, dans des marchés peu développés et dominés par des blockholders, les gestionnaires pour Tiers sont très volatils. Ce sont les petites capitalisations qui subissent de fait le plus la volatilité des gestionnaires pour Tiers. Les grands marchés sont donc moins soumis au court-termisme des investisseurs du fait de l'hétérogénéité de leurs gestionnaires pour Tiers. De fait, le risque d'illiquidité du marché est plus faible.

Comment expliquer ces différences dans l'allocation géographique des fonds ?



Le fait que les grandes capitalisations soient attractives pour les gestionnaires pour Tiers à rotation faible ou modérée s'explique par la liquidité de ces marchés, par la possibilité de leur allouer des fonds de taille importante limitant les risques liés à la non diversification des actifs, par les règles de corporate-governance développées par ces marchés. De fait ils ne sont pas jugés risqués par les gestionnaires pour Tiers. Inversement les petites capitalisations font courir un risque d'illiquidité des actifs du fait de la présence des blockholders et de leur faible capitalisation. Les gestionnaires présents investissent des portefeuilles limités et réduisent les risques par des turn-over élevés.

L'autre raison de l'attractivité des grandes capitalisations est liée à l'existence de benchmarks de référence dans la communauté financière (DAX, SP, CAC...). De nombreux fonds cherchent soit à répliquer (par exemple les fonds Index) soit à sur-performer (fonds actifs) ces benchmarks. « Battre » le benchmark de référence implique une localisation des actifs dans la zone géographique de référence du benchmark.

Le fait que les petites capitalisations et moyennes dominées par les blockholders accueillent comparativement plus les investisseurs court-termistes va dans le sens des études réalisées sur l'effet Tésar-Werner. En effet, s'il existait des différences de coûts de transaction entre pays, les gestionnaires pour Tiers devraient avoir des taux de rotation de leurs actifs domestiques supérieurs aux taux de leurs actifs nationaux. Or, c'est l'inverse qui se produit, les taux de rotation sont supérieurs sur les actifs internationaux. Combinés au biais-pays, l'effet Tésar-Werner explique en grande partie la géographie du capitalisme Européen. Les actifs internationaux à rotation rapide mais de taille limitée sont plus présents sur des actifs plus risqués comme ceux des petites capitalisations qui doivent faire face à un risque d'illiquidité.

### **2.2.2 Géographie des structures institutionnelles et liquidités des portefeuilles des investisseurs institutionnels en Europe**

L'activité réelle d'un marché dépend du nombre de sociétés cotées, du volume des transactions, de la structure de l'actionariat (concentré versus dispersé), du type d'actionnaire (banques, familles, investisseurs institutionnels...) ainsi que des différentes règles juridiques qui structurent chaque marché. Faccio et Lang (2002) montrent que 37% sociétés européennes présentent un capital-action dispersé et sont donc susceptibles d'être influencées par la question de la valeur pour l'actionnaire mais cette dispersion atteint 62% en Irlande et 10% en Allemagne. La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer et Vishny (1998, 1999, 2000) montrent dans une approche juridico-financière l'impact du droit sur les structures actionnariales et plus fondamentalement sur la structure des marchés financiers. Leur étude révèle qu'il existe un lien important entre protection des droits des actionnaires minoritaires, développement des marchés financiers et dispersion de la propriété.

Les travaux de Porta et Alii du fait de leurs hypothèses (la protection des actionnaires et l'efficacité des marchés) montrent inversement qu'une faible protection des actionnaires minoritaires incite à la non dilution du contrôle et a une faible activité du marché des droits de propriété. Ils examinent notamment la question de la divergence entre actions sans droits de votes ou à droits de votes pour chercher à mesurer le bénéfice lié au contrôle (Nenova 2002). Shleifer et Vishny (1997) montrent que dans ce cas une concentration des droits de propriété des petits actionnaires serait une alternative efficace pour contrôler les dirigeants. Les pays de tradition Civiliste (Droit Romain notamment) s'opposent ainsi aux pays de tradition Anglo-Saxonne (Common Law) du point de vue concentration de la propriété (La Porta et al. (1998). La présence d'actions à droit de votes multiples, une structure de propriété pyramidale (Bebchuk et al. 2000) accentuent les risques d'expropriation des actionnaires minoritaires.

Dyck et Zingales (2004) démontrent également une relation positive entre l'ampleur des bénéficiaires privés et le niveau de concentration de la propriété dans les mains des trois plus importants actionnaires de l'entreprise.

Le fait qu'il existe une expropriation des actionnaires minoritaires a conduit certains auteurs à en déduire une éviction des investisseurs institutionnels qui n'acceptent pas d'acheter des titres non protégés contre les prélèvements. Une des limites de la théorie des marchés financiers c'est de prendre comme hypothèse que toutes les actions émises par une entreprise peuvent être l'objet de transactions sur le marché. Or, un pourcentage variable d'actions détenues à fin de contrôle ne fait jamais l'objet de transactions !

A partir de la base Thomson Ownership nous avons reconstitué les détentions d'actions pour 23 pays Européens en distinguant les détentions qui ont un caractère stratégique (Blockholders) majoritaires ou minoritaires des détentions des investisseurs institutionnels.

Les autres acteurs sont classés en fonction de leur activisme (poids des investisseurs actifs sur les marchés actions), de la place des investisseurs à fort turn-over, du degré d'ouverture de ces marchés aux investisseurs étrangers, du poids des investisseurs nationaux dans la capitalisation), des pourcentages détenus par les investisseurs nord-américains (USA et Canada) ou des investisseurs Européens.

Nous retenons ensuite un certain nombre de variables qui cherchent à qualifier les systèmes institutionnels dans lesquels s'encastrent les marchés. Les variables utilisées peuvent être regroupées de la manière suivante :

- La taille et l'accès au marché financiers : nous retenons ici le nombre de firmes cotées et le nombre d'ADR qui sont les firmes qui sont aussi cotées aux USA.
- Les *anti-director right* issus des travaux les plus récents de La Porta qui classifient les pays en fonction de l'expropriation des actionnaires minoritaires.

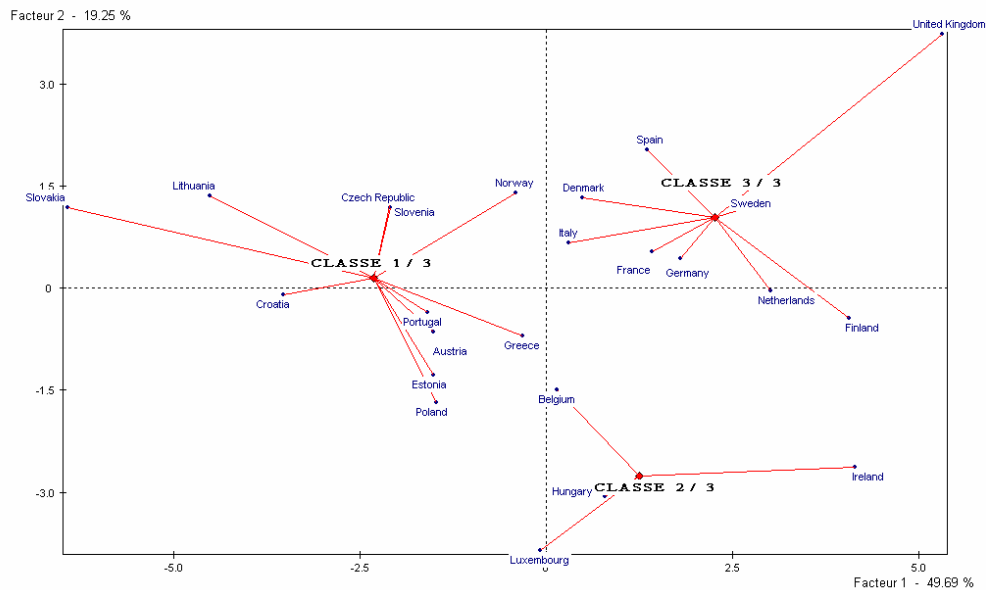
Nous cherchons ensuite à qualifier l'activité réelle des marchés : nous nous intéressons ici à l'activité des marchés : le turn-over des marchés mesure leur liquidité, le rapport Stock Traded/GDP mesure leur activité, le rapport capitalisation/GDP mesure leur importance par rapport à l'économie réelle du pays concerné.

Dans notre étude empirique, nous cherchons à savoir qu'elles relations existent entre les détentions des investisseurs institutionnels à fort turn-over, les structures institutionnelles, l'activité réelle des marchés, le poids des investisseurs institutionnels nationaux ou les détentions domestiques.

L'étude exploratoire qui suit nous permet de qualifier ces relations pour le capitalisme Européen. A partir d'une analyse en Composantes principales (ACP), nous sommes en mesure de présenter des résultats sur la diversité marchés financiers en Europe La projection des variables sur le premier plan factoriel nous permet d'analyser conjointement la diversité des marchés financiers. Nous focaliserons notre analyse sur les trois premiers axes qui cumulent 64,11% de la variance initiale.

Nous proposons une classification hiérarchique qui montre que le système financier Européen a basculé ces dernières années vers un modèle fondé sur le marché.

**Graphique 4 La variété des structures institutionnelles des marchés d'actions en Europe**



La Classe 1 (Portugal, Grèce, Pologne, Autriche, République Tchèque....) se caractérise par des pays qui n'ont pas connu d'évolution vers des systèmes de financement centrés sur les marchés financiers. Les placements actions sont à 66% détenus par des actionnaires stratégiques, l'Etat détient toujours une part importante du capital des entreprises (15% en moyenne), les actionnaires sont d'origine domestique (58%). Lorsqu'ils sont présents les investisseurs institutionnels ont un horizon temporel de placement à court terme (47% des placements des gestionnaires pour Tiers sont de type High)

La classe 2 (Belgique, Hongrie, Irlande, Luxembourg) se caractérise par l'existence d'un marché financier important relativement au GDP de ces pays (le rapport stockmarket/GDP est de 88% contre 58% en moyenne en Europe) caractérisé par des règles de corporate governance développées et une présence forte des gestionnaires pour Tiers (64%). La structure actionnariale de ces pays est caractérisée par une sur représentation des détentions américaines (24%) liées à un degré important d'ouverture des structures actionnariales aux investisseurs étrangers (80%).

La classe 3 (France, Italie, Espagne, Suède, Allemagne, Royaume Uni...) regroupe les pays que l'on peut qualifier de pays à marché financiers. Ils se caractérisent par des capitalisations importantes, un turn-over de marché élevé, la présence d'ADR, une importante liste de sociétés cotées. A des degrés divers, les grands pays Européens se sont convertis au modèle de marché financier symbolisé par le poids des gestionnaires pour Tiers dans la structure actionnariale (66%) et des stratégies actives de placement (60%). Il s'agit moins d'un basculement total que d'une hybridation notamment pour la France et L'Allemagne. Dans ces deux pays les liens banques-industrie se sont desserrés. Les banques et les compagnies d'assurances jouent toujours un rôle central mais le rôle de financement du système productif est désormais dévolu en grande partie à leurs filiales de gestion d'actifs. Si les structures actionnariales de ces pays laissent une place de plus en plus grande à des stratégies de gestion active des portefeuilles, celles-ci restent encore influencées par des structures de propriété concentrées à l'exception de la Grande Bretagne. Ce mouvement vers un système hybride est plus ou moins fort selon les pays. La France, l'Allemagne et l'Espagne voient le rôle de leur marché financier s'accroître alors que des pays comme l'Italie gardent un structure proche des

structures traditionnelles alors que la Grande Bretagne, qui fait pourtant partie de cette classe, a des structures actionnariales moins concentrées, un marché plus développé. Ces pays sont beaucoup moins ouverts du point de vue structure actionnariale que les pays de la classe 2 (51% de détention nationale en moyenne, 38% pour l'ouverture faible de la Grande Bretagne). Ces pays ont aussi des gestionnaires pour Tiers à rotation modérée (44%) et faible (27%). Leur ouverture aux capitaux Nord Américains (USA et Canada) est limitée (19%).

Ces résultats permettent d'alimenter le débat sur la géographie de la finance. En d'autres termes, ils permettent de montrer l'importance fondamentale de la géographie pour comprendre le comportement de placement des grands détenteurs d'actions et par extension la nature des modèles de capitalisme. De manière globale, il œuvre pour la prise en compte du facteur géographique, le territoire géographique étant entendu comme un ensemble de règles institutionnelles, culturelles et sociales à même de guider ou contraindre le comportement des acteurs. Il permet surtout de s'interroger sur la convergence des comportements de placement sur les marchés d'actions en démontrant le glissement des comportements des acteurs de la zone Européenne un capitalisme dominé par les investisseurs institutionnels. Pour autant, il ne permet pas de conclure à une vision homogénéisante selon laquelle le capitalisme ne serait caractérisé que par des horizons de placement très court-termiste. En effet, les résultats de l'article montrent que ce sont surtout les petites capitalisations qui souffrent de la volatilité des investisseurs institutionnels.

## **Conclusion**

Le débat sur les rapports parfois difficiles entre industrie et finance est loin d'être clos comme le révèle la crise financière amorcée en janvier 2008. La thèse de la domination de la finance sur l'industrie développée par Hilferding ou Veblen reste d'actualité mais, nous l'avons vu, mérite d'être actualisée et relativisée notamment par des études empiriques sectorielles ou spatiales approfondies. En effet, dans certains secteurs, si l'émergence de normes liées à la valeur actionnariale a modifié les pratiques stratégiques cela ne s'est pas effectué au dépend de l'investissement ou de la recherche développement. La thèse du parasitisme de la finance ne doit toutefois pas être rejetée puisque le parasitisme s'exprime d'une façon différente en influençant la nature des innovations notamment dans la pharmacie en favorisant les innovations marketing au dépend des innovations radicales. L'autre relativisation de la thèse de la domination de la finance provient de l'analyse géographique des marchés d'actions. Les marchés sont loin d'être intégrés et la géographie compte toujours lorsque l'on analyse les comportements de placement des acteurs clés de la finance internationale. Si l'on assiste notamment en Europe à la convergence des modèles de capitalisme vers le modèle anglo-saxon, qualifié de modèle « finance-driven » (Williams, 2000 ; Froud et al, 2000, Dupuy Lavigne 2009, Dupuy Lavigne 2010) , celle -ci reste imparfaite et se maintiennent des « variétés nationales de capitalisme » (Hall, Soskice, 2001). De manière globale, la prise en compte du facteur géographique, le territoire géographique étant entendu comme un ensemble de règles institutionnelles culturelles et sociales, contraint le comportement des acteurs.

## Références

- Aaron C., Galanti S., Tadjeddine Y., 2006, "La gestion collective dans un marché agité : la dynamique des styles de gestion à partir des cartes de Kohonen", *Revue d'Economie Politique*, vol.114 (4), 527-555.
- Aaron C., Bilon I., Galanti S., Tadjeddine Y., 2005, "Les styles de gestion de portefeuille existent-ils ?", *Revue d'économie financière*, 81, 171-188
- Aglietta, M., Rebérioux, A., 2004, *Les dérives du capitalisme financier*, Paris : Albin Michel.
- Ahearne A., Grier W., Warnock F. (2000), "Information cost and home bias: An Analysis of US Holdings of Foreign Equities", *International Finance Discussion Paper*, 691, Federal Reserve Board.
- Albert M. (1991), *Capitalisme contre capitalisme*, Le Seuil, Paris.
- Alchian, A.A., Demsetz, H., 1972, "Production, Information Costs, and Economic Organization" *American Economic Review*, 62 (5), 777-95.
- Amable B., 2003, *The Diversity of Modern Capitalism*, Oxford University Press, Oxford. Trad. Fr. : *Les cinq capitalismes. Diversité des systèmes économiques et sociaux dans la mondialisation*, Le Seuil, Paris, 2005.
- Artus P., Debonneuil M., 1999, "Crises, recherche de rendement et comportements financiers : l'interaction des mécanismes microéconomiques et macroéconomiques", in *Architecture financière internationale*, Conseil d'Analyse Economique, la Documentation Française, Paris.
- Artus P., 2000, "L'exigence de rentabilité des fonds de pension", *Revue économique*, 51, 31-54.
- Batsch, L., 2002, *Le capitalisme financier*, Paris : La découverte.
- Baudru D., Lavigne S. (2001) : « Investisseurs institutionnels et gouvernance sur le marché financier français », *Revue d'économie financière*, n°63, pp. 91-105.
- Baudru D., Lavigne S. et Morin F. (2001) : « Les investisseurs institutionnels internationaux : une analyse du comportement des investisseurs américains. », *Revue d'économie financière* n° 61, pp 121-134.
- Baveras A. (2006), « La liquidité de marché et sa prise en compte dans la gestion des risques », *Revue de la Stabilité Financière*, Paris, Mai.
- Bélis-Bergouignan M.C., Montalban M. (2006), « L'industrie pharmaceutique face aux mutations », Colletis G. & Lung Y. (Dir.). *La France industrielle en question. Analyses sectorielles*, p.93-107, Paris, La documentation française.
- Berle A. & Means G. (1932). *The Modern Corporation and Private Property*, MacMillan.
- Bernardo A., Welch I. (2004), « Liquidity and financial markets runs », *Quarterly Journal of Economics*, Vol 119, n°1.
- Borio C. (2004), "Market distress and vanishing liquidity: Anatomy and policy options", Banque des règlements internationaux, Working Paper, n°158.
- Boubel, A & Pansard, F. (2004). *Les investisseurs institutionnels*, Paris : La Découverte.
- Boyer R. (2005), "How and why capitalism differs", *Economy and Society*, pp 511-557.

- Carpenter, M. & alii (2003). «The Stock Market and Innovative Capability in the New Economy: The Optical Networking Industry», *Industrial and Corporate Change*, 12, 963-1034.
- Charreaux, G. (1997). *Le gouvernement des entreprises : Corporate Governance, théories et faits*, Paris : Economica.
- Chesnais, F. (2001), La théorie du régime d'accumulation financiarisé : contenu, portée et interrogations, *Communication au forum de la régulation 2001*, 11-12 octobre 2001, Paris.
- Clark G.L. (1999), *Pension Fund Capitalism*, Oxford University Press
- Clark G.L. (2002), "London in the European financial services industry: locational advantage and product complementarities", *Journal of Economic Geography*, 2, pp 433-453.
- Clark G.L. (2005a), "Money flows like mercury: an economic geography of global finance", *Geografiska Annaler B*
- Clark G.L. (2005b), "Setting the agenda: the geography of global finance", in Bagachi-Sen S & Lawton Smith H; (eds), *Past, Present and Future Economic Geography*.
- Clark G.L., O' Connor (1997), "The informational content of financial products and the spatial structure of the global finance industry", in K. Cox (ed.) *Spaces of globalization*, New York: Guilford Press
- Clemens, E.S. (2005). « The Power of Ideas ? The Possibility of a Myth of Shareholder Value », *Political Power and Social Theory*, 17, 207-212.
- Cockburn I. & Henderson R. (1993). « Scale, Scope and Spillovers: the Determinant of Research Productivity in the Pharmaceutical Industry », *NBER Working Paper*, 4466.
- Cockburn I. & Henderson R. (2001). « Scale and Scope in drug development: unpacking the advantages of size in pharmaceutical research», *Journal of Health Economics*, 20, 6, 1033-1057.
- Cohen, E. (2005). *Le nouvel âge du capitalisme*, Paris: Fayard.
- Coriat B. & Orsi F. (2003). « Droits de propriété intellectuelle, marchés financiers et innovation, une configuration soutenable ? » *Lettre de la Régulation*, 45, juillet 2003, [http://web.upmf-grenoble.fr/lepii/regulation/Lettre\\_regulation/lettrepdf/LR45.pdf](http://web.upmf-grenoble.fr/lepii/regulation/Lettre_regulation/lettrepdf/LR45.pdf).
- Coval J.D., Moscovitz T.J. (2001), The Geography of Investment: Informed Trading and Asset Prices.", *Journal of Political Economy*, 2001, 109(4), pp 811-41.
- Covrig V., Ng L., Chan K (2005), « What determines the domestic bias and the foreign bias? Evidence from Equity Mutual Funds Allocation Worldwide», *Journal of Finance* (forthcoming)
- Dahlquist M., Robertsson G. (2003), "Direct Foreign Ownership, Institutional Investors, and the Firm characteristics", *Journal of Financial Economics*, vol 59, pp 413-440.
- Dahlquist M., Pinkowitz L., Stulz R., Williamson R. (2003), "Corporate Governance, Investor protection and the home bias", *Journal of Financial Quantitative Analysis*, pp 87-110.
- Davis E.P. (1995), *Pension Funds, Retirement-income Security and Capital Markets. An International Perspective*, Clarendon press, Oxford.
- Davis, P. (2002). «Institutional investors, corporate governance and the performance of the corporate sector», *Economic Systems*, 26, 203-229.



- Dobbin, F. & Zorn, D. (2005). « Corporate malfeasance and the myth of shareholder value », *Political Power and Social Theory*, 17, 179-198.
- Dupuy C. Pons P. (2005), "Shareholder investment horizons, portfolio turn-over and the models of capitalism: Turn, turn turn?", *LEREPS, Working Paper*, 21p.
- Dupuy C., Lung Y. (2002), « Institutional investors and the car industry geographic focalisation and industrial strategies », *Competition & Change* Vol. 6(1). pp 43-60.
- Dupuy C., Lavigne S. (2007), « Investment Behaviours of the Key Actors in Capitalism: When geography matter », *GRES, Working paper*, 32p.
- Dupuy C. Lavigne S. (2009), *Géographies de la finance mondialisée*, La Documentation Française, Notes et Etudes Documentaires, Paris.
- Dupuy C. Lavigne S. Chenaf-Nicet (2010), "Does Geography Still Matter? Evidence on the Portfolio Turnover of Large Equity Investors and Varieties of Capitalism", *Economic Geography*, Volume 86 No. 1 (à paraître)
- Dyck et Zyngales(2002), « Private benefits of control :an international comparison, *Journal of Finance* 59, 537-600
- Falkenstein E. (1996), « Preferences for stock characteristics are revealed by mutual fund portfolio holdings », *Journal of Finance*, 51, pp 111-135.
- Fama, E.E. (1980). « Agency Problems and the Theory of the Firm », *Journal of Political Economy*, 88, 288-307.
- Fligstein, N (2001), *The Architecture of Markets. An Economic Sociology of Twenty-First Century Capitalist Societies*, Princeton, Princeton University Press.
- Fligstein, N. & Shin T. (2005), *Shareholder Value and the Transformation of the American Economy, 1984-2001*, Working Paper, University of Berkeley, <http://sociology.berkeley.edu/faculty/fligstein/workingpapers.htm>
- Froud J., Haslam C., Johal S., Williams K. (2000), "Shareholder Value and Financialization: Consultancy promises, management Moves", *Economy and Society*, vol 29,n°1, p 80-110.
- Froud, J. & alii (2000), « Shareholder value and financialization : consultancy promises, management moves », *Economy and Society*, 29 (1), 80-110.
- Gaffard, JL. (1990). *Economie industrielle et de l'innovation*, Paris: Dalloz.
- Granovetter M. (1985), "Economic action and social structure: the problem of embeddedness, *American Journal of Sociology*, 91(3), pp 481-510.
- Hall P., Soskice D. (eds) (2002), *Varieties of Capitalism: The Institutional Foundations of Comparative Advantage*, Oxford: Oxford University Press.
- Hamdouch A. & Depret MH. (2001). *La nouvelle économie industrielle de la pharmacie : stratégies industrielles, dynamiques d'innovation et stratégies commerciales*, Paris, Elsevier.
- Hansmann H.,Kraakman R (2001), "The End of History for Corporate Law", *Georgetown Law Journal*, Vol 89, pp 439-468.
- Harvey D. (1989), *The Conditions of Postmodernity*, Oxford: Blacwell
- Hawley JP, Williams A.T. (2000), *The rise of fiduciary capitalism. How institutional investors can make Corporate America more democratic*, University of Pennsylvania Press, Philadelphia.

- Hilferding, R. (1970). *Le capital financier*. Paris, éditions de Minuit.
- Huberman, Gur. 2000. "Home Bias in Equity Markets: International and Intranational Evidence." In *Intranational Macroeconomics*, eds. Gregory Hess and Eric van Wincoop. Cambridge: Cambridge University Press.
- Jeffers E., Plihon D. (2001) : « Investisseurs institutionnels et gouvernance des entreprises », *Revue d'économie financière*, n°61, pp ?
- Jensen, M.C. & Meckling, W. (1976). «Theory of the firm: Managerial behaviour, agency costs and ownership structure», *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360.
- Jensen, M.C. (1986). « The Agency Cost of free Cashflow : Corporate Finance and Takeovers », *American Economic Review*, 76 (2).
- Kang J., Stulz R. (1997) « Why is there a home-bias? An analysis of Foreign Portfolio Equity Ownership in Japan », *Journal of Financial Economics*, 46, 3-28.
- Knight, Frank H. 1921. *Risk, Uncertainty, and Profit*. Boston: Houghton Mifflin.
- La Porta R. , Djankov S., López-de-Silanes F. , Shleifer A (2003), "Courts," *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 118, No. 2, May.
- La Porta R. , López-de-Silanes F. (2003) , "Related Lending," *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 118, No. 1, February.
- La Porta R., Lopez-De-Silanes F., (1999), "The Benefits of Privatization: Evidence from Mexico," *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 114, No. 4, November.
- La Porta R., López-de-Silanes F., Shleifer A ,Vishny R (1997), "Legal Determinants of External Finance," *Journal of Finance*, Vol. 52, No. 3, July.
- La Porta R., López-de-Silanes F., Shleifer A ,Vishny R (1998), "Law and Finance", *Journal of Political Economy*, Vol. 106, No. 6, December.
- La Porta R., López-de-Silanes F., Shleifer A ,Vishny R.. (1999), "Corporate Ownership Around the World", *Journal of Finance*, Vol. 54, No. 2, April.
- La Porta R., Lopez-De-Silanes F., Shleifer A. (2000), « Investor protection and corporate governance », *Journal of Financial Economics*, vol 58, p 4.
- La Porta R., Lopez-De-Silanes F., Shleifer A. (2002), "Government Ownership of Banks," *Journal of Finance*, Vol. 57, No. 1, February.
- La Porta R., Lopez-De-Silanes F., Shleifer A. (2002), "The Regulation of Entry", *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 117, No. 1, February 2002.
- Lavigne S. (2004), *L'industrie des fonds de pension. Les investisseurs institutionnels américains*, Editions L'Harmattan, Paris.
- Lazonick, W. & O'Sullivan, M. (2000). « Maximizing shareholder value : a new ideology for corporate governance », *Economy and Society*, 29, 13-35.
- Lazonick, W. & Prencipe, A. (2005). «Dynamic Capabilities and Sustained Innovation: Strategic Control and Financial Commitment at Rolls-Royce plc », *Industrial and Corporate Change*, 14 (3), 1-42.
- Lordon, F. (2000). *Fonds de pension, piège à cons ? Mirage de la démocratie actionnariale*, Paris, Raisons d'agir.
- Lordon, F. (2003). *Et la vertu sauvera le monde... Après la débâcle financière, le salut par « l'éthique ? »*, Paris, Raisons d'agir.

- Mampaey, L. & Serfati, C. (2004). « Les groupes de l'armement et les marchés financiers : vers une convention 'guerre sans limites' ? », F. Chesnay (Dir), *La finance mondialisée*, Paris : La Découverte.
- Markusen A. (1997). « The economics of defense industry mergers and divestitures », *Economic Affairs*, 17 (4), 28-32.
- Montalban M. & Moura S. (2006), « Financialisation and industrial dynamics in defense and pharmaceutical industries: a meso-institutionalist approach », *Communication au 18<sup>ème</sup> Colloque SASE*, 30 juin- 2 juillet 2006, Trier, Allemagne.
- Montalban M. (2007), *Financiarisation, dynamiques des industries et modèles productifs : une analyse institutionnaliste du cas de l'industrie pharmaceutique*, Thèse de doctorat ès sciences économiques, Université Montesquieu Bordeaux IV, soutenue publiquement le 30 novembre 2007.
- Montalban M. (2008a), « Shareholder value, political work and globalization in the pharmaceutical industry », Jullien B. et Smith A. (Dir.), *Globalization and Industries. The Political Causality of Divergent Responses*, Palgrave, Basingstoke.
- Montalban M. (2008b), « Financiarisation et capitalisme cognitif : interprétation institutionnaliste du cas de l'industrie pharmaceutique », in Colletis G. et Paulré B. (sous la dir.), *Les nouveaux horizons du capitalisme. Pouvoir, valeurs, temps*, Economica.
- Morin F. (1998), *Le modèle français de détention du capital*, Editions de Bercy, Juin.
- Morin F. (2006), *Le nouveau mur de l'argent. Essai sur la finance globalisée*, Editions Seuil.
- Morin F., Dupuy C. (1993), *Le cœur financier européen*, Editions Economica, Paris.
- Moura, S. (2006), « Création de valeur pour l'actionnaire et production d'armement aux Etats-Unis », *Communication au 2<sup>ème</sup> colloque The Spirit of Innovation*, 26-30 septembre, Dunkerque.
- O'Sullivan M. (2000), *Contests for Corporate Control: Corporate Governance and Economic Performance in the United States and Germany*, Oxford University Press.
- Orléan A. (1999), *Le pouvoir de la finance*, Editions Odile Jacob.
- Paquerot, M. (1996), « L'enracinement des dirigeants et ses effets », *Revue Française de gestion*, 111, 212-225.
- Pérez, R. (2003). *La gouvernance de l'entreprise*, Paris : La Découverte.
- Peyrelevade, J. (2005). *Le capitalisme total*, Paris : Seuil.
- Pike A. (2006), « Shareholder value versus the regions: the closure of the Vaux Brewery in Sunderland », *Journal of Economic Geography*, vol 6, n°2, p 201-222
- Plihon D., Ponssard 2002, *La montée en puissance des fonds d'investissements : Quels enjeux pour les entreprises ?*, La Documentation Française
- Plihon D; (2003), *Le nouveau capitalisme*, Collection Repères, La Découverte
- Plihon, D. & Ponssard JP. (2002). *La montée en puissance des fonds d'investissement. Quels enjeux pour les entreprises ?*, Paris : La Documentation Française.
- Plihon, D. (2003). *Le nouveau capitalisme*, Paris : La Découverte.
- Portes, Richard, and Helene Rey. 1999. "The Determinants of Cross-Border Equity Flows." NBER Working Paper No. 7336.

- Serfati, C. (2002). « La régénération du système militaro-industriel américain au tournant du siècle », *Document du GRIP*, 5 mai.
- Shleiffer, A. & Vishny R.W. (1989). «Management Entrenchment: the case of managers specific investments », *Journal of Financial Economics*, 25, 123-139.
- Tadjeddine Y. 2006 « Les gérants d'actifs en action : l'importance des constructions sociales dans la décision financière », in *Conventions et Institutions : approfondissements théoriques et contributions au débat politique*, Paris, La Découverte.
- Tesar L., Werner. I (1995), "Home Bias and High Turnover." *Journal of International Money and Finance*, vol 14, pp. 467-492.
- Veblen, T. (1904), *Theory of Business Enterprise*, New York, Charles Scribner's Sons.
- Warnock F. , Mason M. (2001), *The Geography of Capital Flows, Emerging Market Quarterly*, International Finance Discussion paper 688.
- White H.C. (1992), *Identity and Control: a structural Theory of Social Action*, Princeton University Press.
- Williams K. (2000), "From shareholder value to present-day capitalism, *Economy & Society*, 29(1), p 1-12
- Zuckerman, E.W. (2000), « Focusing the Corporate Product : Securities Analysts and De-Diversification », *Administrative Science Quarterly*, 45, 591-619.

---

***Cahiers du GREThA***  
***Working papers of GREThA***

---

**GREThA UMR CNRS 5113**

Université Montesquieu Bordeaux IV  
Avenue Léon Duguit  
33608 PESSAC - FRANCE  
Tel : +33 (0)5.56.84.25.75  
Fax : +33 (0)5.56.84.86.47

[www.gretha.fr](http://www.gretha.fr)

---

**Cahiers du GREThA (derniers numéros)**

- 2009-05 : OLTRA Vanessa, KEMP René, DE VRIES Frans P., *Patents as a Measure for Eco-Innovation*
- 2009-06 : MOYES Patrick, *Mesurer les inégalités économiques*
- 2009-07 : CARAYOL Nicolas, CASSI Lorenzo, *Who's Who in Patents. A Bayesian approach*
- 2009-08 : FRIGANT Vincent, *La chaîne de valeur de l'industrie automobile est-elle soluble dans des pratiques socialement responsables ?*
- 2009-09 : ROUILLON Sébastien, *Un nouveau mécanisme décentralisant les équilibres de Lindahl*
- 2009-10 : PETIT Emmanuel, *Does indignation lead to generosity? An experimental investigation*
- 2009-11 : KECHIDI Med, TALBOT Damien, *Réseau de proximité et gestion des interactions techniques et organisationnelles : les firmes pivots de l'aéronautique*
- 2009-12 : DOUAI Ali, MONTALBAN Matthieu, *Institutions and the environment: the case for a historical political economy*
- 2009-13 : NICET-CHENAF Dalila, ROUGIER Eric, *FDI and growth: A new look at a still puzzling issue*
- 2009-14 : NICET-CHENAF Dalila, ROUGIER Eric, *Human capital and structural change: how do they interact with each other in growth?*
- 2009-15 : DOYEN Luc, PERREAU Jean-Christophe, *Sustainable coalitions in the commons*
- 2009-16 : YILDIZOGLU Murat, *Approche évolutionniste de la dynamique économique*
- 2009-17 : JULLIEN Bernard, *Approche institutionnaliste de la dynamique industrielle*
- 2009-18 : BELIS-BERGOIGNAN Marie-Claude, *Analyse évolutionniste de la dynamique sectorielle*
- 2009-19 : JULLIEN Bernard, *L'analyse sectorielle institutionnaliste : projet et méthodes*
- 2009-20 : CORIS Marie, FRIGANT Vincent, LAYAN Jean-Bernard, TALBOT Damien, *Les dynamiques spatiales des activités productives*
- 2009-21 : CARRINCAZEAUX Christophe, *Les dynamiques spatiales de l'innovation*
- 2009-22 : OLTRA Vanessa, SAINT JEAN Maïder, *Innovations environnementales et dynamique industrielle*
- 2009-23 : CORIS Marie, FRIGANT Vincent, LUNG Yannick, *Changements organisationnels et diversité des formes institutionnelles*
- 2009-24 : DUPUY Claude, MONTALBAN Matthieu, MOURA Sylvain, *Finance et dynamiques des industries*

---

*La coordination scientifique des Cahiers du GREThA est assurée par Sylvie FERRARI et Vincent FRIGANT. La mise en page est assurée par Dominique REBOLLO.*

---