

La société de capitaux

Réseau Salariat Ile-de-France - Séminaire «Entreprise» Octobre 2019 -juillet 2020

Session du 4 octobre 2019 – Benoît Borrits

Je vais commencer mon propos par un cas d'école que nous rencontrons fréquemment. Il s'agit d'une multinationale qui ferme une unité de production qui gagne de l'argent mais qui, selon la direction, n'en gagne pas assez. Vous avez bien compris, cette multinationale va donc fermer une unité de production qui gagne de l'argent ! Mettons de côté l'aspect social et humain de cette décision. Qui parmi vous pense que c'est une décision totalement absurde de fermer une unité de production qui gagne de l'argent ? (une majorité de doigts levés).

Et bien, je vais avoir une tâche très difficile ce soir : vous convaincre que dans certains cas, il s'agit d'une très bonne décision de gestion.

Je vais maintenant vous poser une autre question. Vous disposez d'un actif qui vaut 10 000 euros. Vous ne vous en occupez pas et un an après, vous vous apercevez qu'il ne fait plus que 8000 euros. Qui parmi vous est content de cette situation ? Évidemment, personne. Et bien, il faut comprendre que cette position est aussi celle de l'actionnaire. C'est une personne très ordinaire qui est comme vous et moi et n'aime pas perdre d'argent. Et c'est parce qu'il n'aime pas perdre de l'argent qu'il peut être amené à prendre cette décision de fermer une unité de production qui elle, gagne de l'argent.

Cela vous paraît complètement fou. Et bien, je vais vous démontrer que cela ne l'est pas, et ceci nous montre à quel point le capitalisme est devenu un système totalement inhumain.

Au cœur de ce mystère se trouve la confusion entre la valeur comptable de l'entreprise et sa valeur tout court. Cela peut paraître un débat un peu byzantin, hélas peu abordé par les économistes. Et pourtant il est essentiel car confondre les deux amène à faire des erreurs politiques majeures. Il faut comprendre que la théorie de la valeur de l'entreprise n'a été formalisée que dans l'après-guerre, ce qui invalide a posteriori certaines préconisations de Keynes et des postkeynésiens. De même, Thomas Piketty vient de sortir un nouvel ouvrage de 1200 pages : Capital et idéologie. C'est indiscutablement un travail fantastique de recherche qu'il a effectué dans ce livre. Mais ses conclusions sont totalement irréalistes pour la simple et bonne raison qu'il a éludé cette question essentielle de la valeur de l'entreprise.

Mais allons-en aux faits. Il va me falloir être concis, car tout ce que je vais expliquer correspond à 1h40 de vidéos de mon site economie.org, et de plus, nous allons devoir ensemble tirer des conclusions politiques qui ne figurent évidemment pas dans des vidéos pédagogiques. Je vais découper mon propos en trois parties :

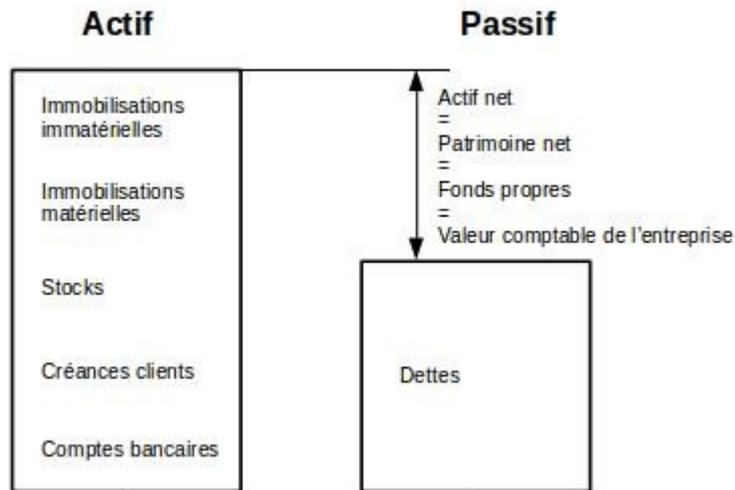
- La vision comptable de l'entreprise
- La valeur de l'entreprise
- Impasse de la société de capitaux et du capitalisme

La vision comptable de l'entreprise

Je vais ici exposer le fonctionnement de l'entreprise de capitaux et c'est, il me semble, l'outil comptable qui est le plus approprié pour expliquer son fonctionnement.



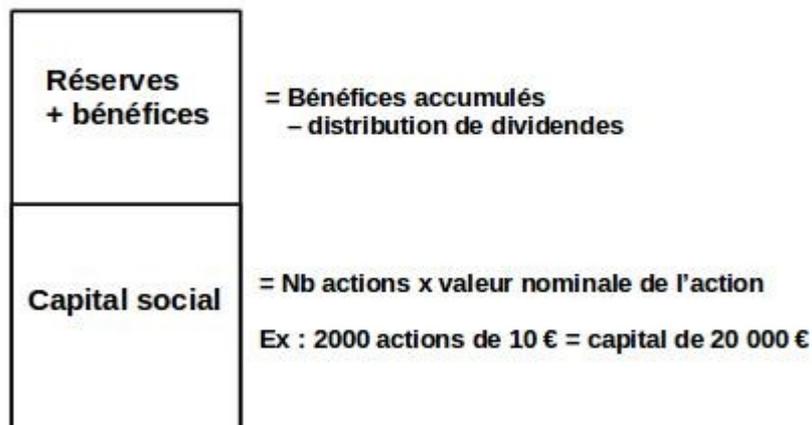
Le bilan de l'entreprise



Nous allons commencer par définir ce qu'est la valeur comptable d'une entreprise. D'une façon extrêmement simple, c'est ce que possède l'entreprise – ses actifs – moins ses dettes. Cette valeur comptable a différents synonymes qui expriment le point de vue à partir duquel on se place. On parle ainsi d'actif net – actif net des dettes – ou de patrimoine net – son patrimoine duquel on déduit les dettes. On utilise aussi le terme de fonds propres que nous allons expliciter sur le slide suivant. Mais il faut, à cette étape, retenir que les quatre termes Valeur comptable de l'entreprise, actif net, patrimoine net et fonds propres sont absolument synonymes.



Les fonds propres



On appelle aussi fonds propres la valeur comptable de l'entreprise du fait de la définition de ceux-ci. À la fondation de la société de capitaux, les propriétaires apportent un capital social, par exemple

20 000 euros. Ils vont décider que chaque action aura une valeur initiale – on dit nominale – de 10 euros. Ceci signifie que le capital sera divisé en 2000 actions de 10 euros. Si un des propriétaires a apporté 4000 euros, ceci signifiera qu'il sera propriétaire, en échange de son apport, de 400 actions sur les 2000 émises, soit 20 % du capital.

Au moment de la fondation de la société, les fonds propres seront strictement égaux au capital apporté. C'est ensuite, en fonction de l'exploitation de la société, que ses fonds propres vont varier. Si l'entreprise fait des bénéfices, ces bénéfices vont faire croître ces fonds propres et inversement, si elle fait des pertes, celles-ci vont diminuer les fonds propres.

Si l'entreprise fait des bénéfices et que les propriétaires le souhaitent (et le peuvent du point de vue de la trésorerie), ils pourront alors se distribuer des dividendes, ce qui est l'opération exactement inverse de l'apport en capital : ils retirent alors de l'argent de l'entreprise.

On comprend donc maintenant mieux ce terme de fonds propres : ce sont les fonds que les actionnaires mettent à la disposition de la société que ce soit par apports de capital ou par bénéfices constatés qui n'ont pas fait l'objet d'une distribution de dividendes, qu'ils ont donc laissés en réserves dans l'entreprise.

On voit donc qu'il y a deux approches différentes pour évaluer une valeur comptable d'entreprise : comptabiliser les actifs et déduire les dettes, ou évaluer les fonds propres comme accumulation d'apports de capital et de bénéfices non distribués en dividendes. Je vais par la suite expliquer pourquoi ces deux approches doivent toujours aboutir au même résultat, faute de quoi la comptabilité serait incohérente.

	Actif	Passif
Fondation de la société	Compte bancaire	Capital social
Fonctionnement de la société	Actifs	Capital social Réserves + bénéfice Dettes

Versement d'un dividende de 1 € par action : 2000 actions x 1 € = 2000 €

Actif : diminution du compte bancaire de 2000 €

Passif : diminution des réserves/résultat de 2000 €

Nous allons maintenant considérer de façon dynamique les deux colonnes d'un bilan : l'actif et le passif. L'actif répertorie ce que l'entreprise possède. Le passif répertorie comment cet actif a été financé. Il est financé de deux façons différentes : par des dettes et par des fonds propres que les actionnaires ont mis à la disposition de l'entreprise.

À la fondation de l'entreprise, le bilan est extrêmement simple. À l'actif, nous avons le compte en banque de l'entreprise qui contient les sommes que les actionnaires ont apportées au titre du capital

de l'entreprise, soit 20 000 euros, et au passif, nous avons donc le capital qui se décompose en 2000 actions de 10 euros chacune.

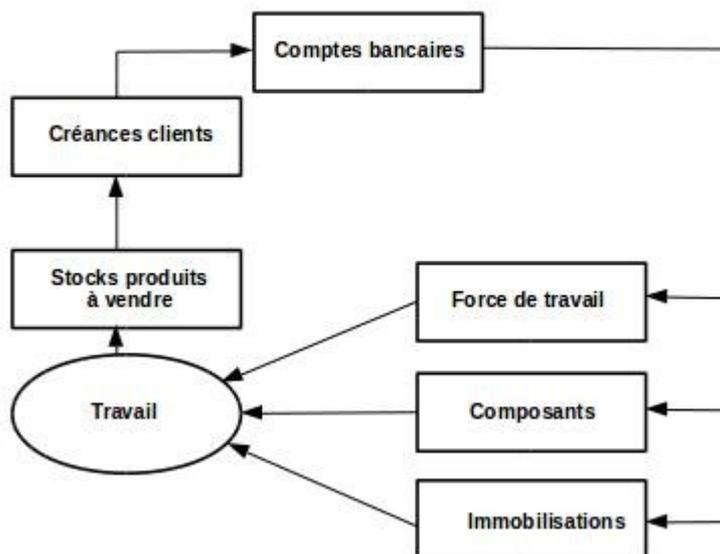
Les propriétaires ne vont, bien sûr, pas dormir sur cet argent et vont l'investir, c'est-à-dire réaliser divers achats. Nous reviendrons sur cet aspect au slide suivant. Dans l'immédiat, contentons-nous d'admettre que l'entreprise ne dispose plus d'un compte en banque comme seul actif mais de différents éléments – machines, stocks, créances clients, compte en banque... – qui ensemble constituent l'actif de l'entreprise. Dans le même temps, il est possible que l'entreprise ait contracté des dettes. À cette étape, on comprend intuitivement que si les fonds propres ont augmenté, ceci signifie que l'entreprise a réalisé des bénéfices du même montant.

À partir du moment où l'entreprise constate un bénéfice (à la fin d'une année – on parle d'exercice), ses actionnaires peuvent alors choisir de distribuer une partie de ce bénéfice en dividendes. Comme nous l'avons dit, ceci est donc l'opération exactement inverse de l'apport en capital. La société va distribuer de l'argent à ses actionnaires, elle verra donc à l'actif son compte bancaire diminuer du montant total des dividendes et au passif ses réserves seront diminuées du même montant.

Retenons donc bien que dans la valeur comptable de l'entreprise, un dividende dévalorise cette valeur de ce montant. Nous verrons que cela n'est pas tout à fait le cas dans le cadre de la valeur proprement dite de la société de capitaux.



La circulation des actifs



Nous allons maintenant expliquer pourquoi le bénéfice est toujours égal à l'augmentation des fonds propres. Nous allons donc dans un premier temps nous intéresser à la circulation des actifs.

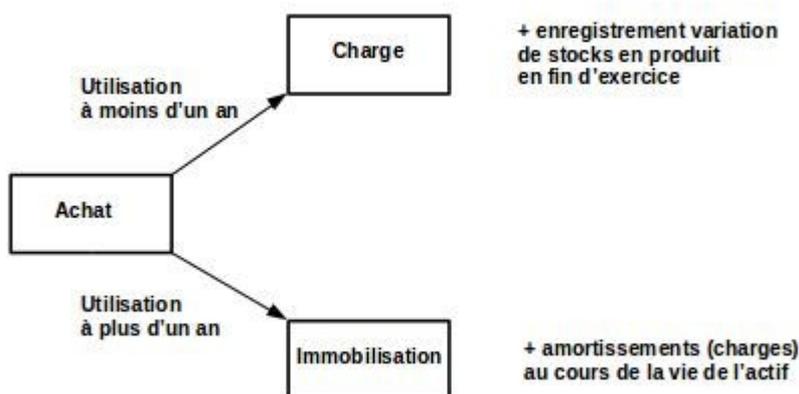
Nous avons expliqué que le premier actif d'une société était son compte en banque qui allait être dépensé pour permettre le fonctionnement de l'entreprise. L'essentiel à comprendre ici est que lorsqu'une entreprise dépense, elle le fait non pas dans l'optique de perdre de l'argent mais bien sûr d'en gagner. Lorsqu'elle achète par exemple une machine de production, elle le fait parce que cette machine va permettre de produire et donc de gagner de l'argent plus tard. Il en est de même lorsque l'entreprise achète des composants de production. Supposons qu'il s'agisse d'un constructeur automobile. Et bien, il va acheter des chaînes de production et aussi des composants comme des tableaux de bord ou des sièges auprès d'équipementiers, composants qui entreront dans la

fabrication des voitures. Il va aussi embaucher. Embaucher des ouvriers et techniciens pour construire les voitures mais aussi des ingénieurs pour les concevoir. Tout le travail qui sera réalisé aboutira à des produits à vendre, qui une fois vendus abonderont à nouveau le compte bancaire de l'entreprise (tout en pouvant prendre la forme intermédiaire d'une créance sur le client si celui-ci ne paye pas immédiatement).

Tout ceci nous montre donc que lorsque l'entreprise dépense, elle ne le fait évidemment pas en pure perte mais dans l'espoir de réaliser une marge, dans l'espoir de gagner de l'argent. Vous comprenez donc qu'une simple comptabilité de caisse (ce que l'entreprise a encaissé moins ce qu'elle a reçu) est incapable de donner une image de la situation réelle de l'entreprise. Le rôle de la comptabilité est donc d'évaluer la réalité des actifs et des dettes afin de rendre compte de la situation réelle de l'entreprise. Elle va le faire en « codant » par une écriture comptable chaque acte de gestion de l'entreprise et la résultante nous dira si l'entreprise fait des bénéfices ou des pertes.



Le traitement comptable d'un achat



Nous allons donc commencer par traiter les achats qui ont été effectués. Si un achat n'est pas une perte, il n'en reste pas moins qu'un achat est une dépense qu'il va falloir affecter correctement sur une période donnée.

De ce point de vue, la comptabilité applique un critère simple : est-ce que cet achat est à utilisation immédiate ou sur plusieurs années ? Reprenons le cas du constructeur automobile. La chaîne de production qu'il a achetée va être utilisée sur de nombreuses années, mettons 10 par exemple. On va donc considérer que cet achat n'est pas une charge immédiate. On va donc consigner à l'actif du bilan le prix d'achat de cette chaîne de construction, puis on pratiquera tous les ans pendant dix ans ce que l'on appelle des amortissements : à l'actif du bilan on va dévaloriser la valeur consignée d'un dixième de celle-ci et on enregistrera une charge égale à ce dixième de la valeur initiale (dotation aux amortissements).

Par contre, en ce qui concerne le tableau de bord, on l'enregistrera en charge immédiate en considérant qu'il va être utilisé dans l'année. Dans la réalité, à la fin de l'année, l'entreprise va établir un état de ses stocks pour déterminer ce qui est passé dans la production et ce qui ne l'est pas. Si on constate une hausse des stocks, c'est que l'entreprise a une augmentation de valeur de ces

stocks, ce qui améliorera son résultat. Inversement, une baisse de stocks correspond à une diminution de la valeur de l'actif et donc une charge supplémentaire à enregistrer.

Je vais faire ici une digression qui me paraît essentielle. Vous remarquerez que dans l'établissement de ses écritures comptables, j'ai réalisé des paris. J'ai fait le pari que cette chaîne de montage durera 10 ans. Il s'agit d'un pari sur l'avenir et la réalité sera peut-être que le modèle automobile va vite devenir obsolète et que la durée d'utilisation sera peut-être plutôt de 5 ans. Ceci signifie qu'en ayant amorti un dixième de la valeur, j'ai sous-estimé mes charges et que j'aurais dû plutôt amortir un cinquième de la valeur. Inversement si la chaîne dure 15 ans, alors j'ai minoré mon résultat réel. Il en est de même dans une moindre mesure avec les stocks. Si je les comptabilise, c'est que j'estime que je pourrais à l'avenir les utiliser dans la production. On comprend donc ici qu'une comptabilité retrace certes les éléments du passé mais laisse une marge d'interprétation à l'entreprise sur ce que sera l'avenir. De ce point de vue, une comptabilité comporte une part de subjectivité importante dans la mesure où c'est l'entreprise qui élabore elle-même son propre bilan.

Mais on peut et doit aller plus loin que ces exemples. Notre constructeur automobile a embauché des ingénieurs pour concevoir les modèles du futur. Il serait donc incorrect d'affecter ces coûts salariaux dans les charges de l'année puisqu'il s'agit d'un travail qui ne portera ses fruits que dans de nombreux mois voire années. Ne doit-on donc pas considérer que ces dépenses salariales doivent être immobilisées pour ensuite être amorties en fonction des ventes futures ? Mais sommes-nous certains que ces dépenses ne sont pas faites en pure perte ? Et si ce n'est pas le cas, quelles règles d'amortissement devront être adoptées ?

On pourrait même adopter cette logique pour des dépenses marketing. Si des publicités suscitent des ventes immédiates, on peut aussi considérer qu'une partie de celles-ci concourent à construire une image de marque de l'entreprise qui se traduira par la facilitation de ventes futures. Dans ce cas, ne pourrait-on pas considérer que 80 % des dépenses de publicité sont des charges et que 20 % doivent être immobilisées ? Et pourquoi pas 70 %-30 % ? Et comment amortir la partie immobilisée ? On le comprend, nous sommes ici dans le subjectif le plus total...

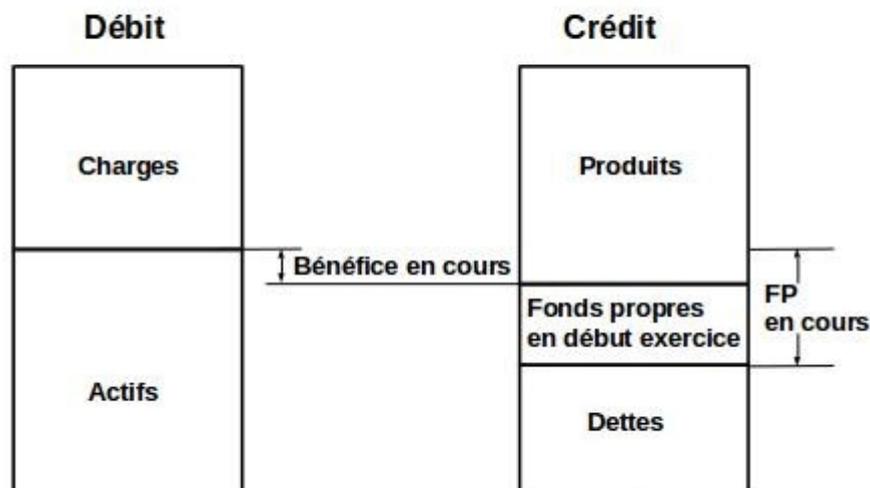
C'est ici que les normes comptables ont tout leur rôle : spécifier ce qui est autorisé et ce qui ne l'est pas. À ma connaissance, aucune norme comptable permet d'immobiliser des campagnes publicitaires. Par contre, de nombreuses normes permettent l'immobilisation de la recherche et développement avec des tests réguliers et annuels pour savoir si la R&D immobilisée est toujours réelle. On comprend donc que la norme comptable est un guide qui permet d'encadrer ce que l'entreprise peut faire ou ne pas faire dans l'établissement de ses comptes. Mais à l'inverse, on comprend qu'il s'agit d'une norme et que celle-ci a son côté arbitraire. Si la valeur de la notoriété est une réalité économique indiscutable, il n'en reste pas moins vrai qu'elle n'est pas évaluable et donc qu'une comptabilité n'intègre pas cette réalité.

Il y a un autre personnage à mentionner dans la vie de l'entreprise : le commissaire aux comptes. Il s'agit d'un expert-comptable extérieur à l'entreprise que celle-ci missionne pour « certifier » les comptes. On comprend que même si une norme est imposée, la créativité comptable de l'entreprise peut exister. Une entreprise qui cherche des prêts bancaires aura tendance à améliorer son bilan alors que si elle fait de gros bénéfices et n'a pas besoin de concours financier, elle aura tendance à minorer ces résultats pour éviter de payer trop d'impôts. Et puis, une entreprise peut tout simplement se tromper ce qui arrive tous les jours. Le rôle du commissaire aux comptes est donc de vérifier par différents moyens que le bilan correspond à une réalité économique « raisonnable » de l'entreprise en fonction de la norme comptable utilisée et de le « certifier » vis-à-vis des tiers qui peuvent être les fournisseurs ou les actionnaires.



Si nous venons de traiter les dépenses, il nous faut aussi traiter les ventes. Ici la situation est beaucoup plus simple puisque chaque vente est considérée comme un produit qui majore le bénéfice de l'entreprise. Il est à noter que dans la majeure partie des cas, la comptabilité mesure plutôt la production que les ventes. De ce point de vue, on pratiquera la même méthode que pour les achats. On évaluera les stocks de produits à vendre. Si on constate une hausse des stocks, il s'agit d'une bonification de résultat (donc augmentation des fonds propres) ; inversement, s'il a baisse, il s'agit d'une charge additionnelle à intégrer dans le résultat.

On constate donc ici qu'il peut y avoir la même subjectivité dans l'appréciation de la valeur des stocks. Sommes-nous sûr que les stocks de produits à vendre seront bien vendus ? Et si oui, à quel prix ? Ne faudra-t-il pas baisser le prix de vente pour les écouler ?

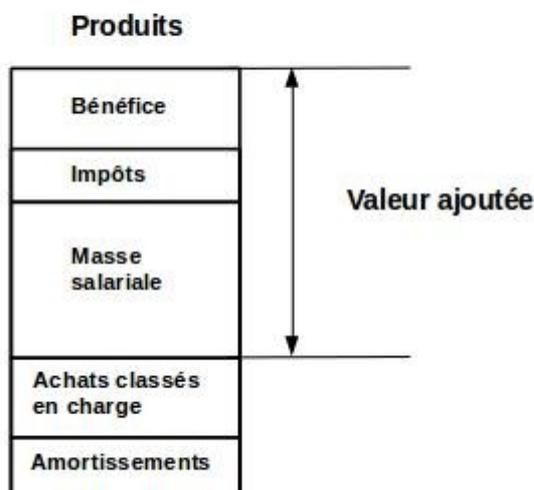


Nous allons voir sur ce slide comment la comptabilité équilibre en permanence ses écritures comptables. Nous avons des comptes de bilans (actif et passif) et des comptes d'exploitation (charges et produits). Il est d'usage de présenter charges et actifs à gauche et produits et passifs à droite. Le principe de base de toute écriture comptable est l'équilibre permanent entre ces deux colonnes.

Nous avons deux types d'écriture : les écritures de bilans et les écritures d'exploitation. Une écriture de bilan est une écriture qui ne porte que sur des comptes de bilan. Par exemple, l'achat d'une immobilisation. Lorsque le constructeur automobile achète sa chaîne de production, il échange de l'argent (à l'actif) contre une chaîne de production qu'il immobilise (à l'actif). Il n'y a donc ni enrichissement ni appauvrissement de l'entreprise. Il en est de même lorsqu'il paye la facture de l'un de ses fournisseurs. Il déduit son compte en banque du montant de cette facture à l'actif et annule la dette auprès de celui-ci au passif.

Une écriture d'exploitation est une écriture qui fait intervenir un compte de bilan et un compte d'exploitation. Par exemple, lorsque l'entreprise achète un tableau de bord. Il passe ce tableau de bord en charges et s'il l'a payé de suite, diminue son compte en banque. Inversement au moment de l'inventaire, il passera la variation de stock sur le bilan et passera en contrepartie une charge si la variation est négative ou un produit si la variation est positive.

Comme on le voit sur ce slide, ces écritures en partie double assurent un équilibre permanent entre les deux colonnes et si les produits excèdent les charges, nous aurons alors une augmentation des fonds propres (donc un bénéfice) et inversement une diminution des fonds propres (donc une perte).



Dernier slide avant de passer à la partie suivante : la notion de valeur ajoutée. Daniel Bachet y est revenu fréquemment et à juste titre dans la première présentation de ce cycle sur l'entreprise. La valeur ajoutée est la mesure de la valeur de la production réalisée par les salariés de l'entreprise. Elle s'obtient en déduisant de la valeur de la production, les achats classés en charges et les amortissements qui ont été réalisés au titre de l'usure des équipements. C'est donc la valeur que les salarié.es « ajoutent » aux intrants de production.

Cette valeur ajoutée se décompose ensuite en masse salariale (salaires nets + cotisations), en impôts, en intérêts (non indiqués sur ce slide) et en bénéfices. Le partage de la valeur ajoutée est un enjeu essentiel de la lutte de classes. Si la valeur ajoutée est le résultat du travail des salariés, il serait donc juste que les salarié.es en récupèrent la totalité, à ceci près que les impôts (comme les cotisations sociales) peuvent exprimer une mutualisation progressiste de cette valeur ajoutée. Les bénéfices que s'approprient les actionnaires sont donc contestés par les salarié.es lorsqu'ils réclament des augmentations de salaires. À l'inverse, les actionnaires font valoir qu'ils ont mis de l'argent à la disposition de l'entreprise sans garantie contractuelle et qu'au titre du risque pris sur ce capital, ils ont non seulement un droit de direction de l'entreprise mais aussi un droit à une partie de la valeur ajoutée produite par les salarié.es. Au risque de vous étonner, cette deuxième position est elle aussi totalement légitime. C'est une donnée fondamentale de ce qui s'appelle la guerre des classes et on comprend ici que deux positions légitimes qui s'affrontent laissent peu de possibilités à un compromis, ce que nous allons voir dans la suite de l'exposé.

La valeur de l'entreprise

Nous allons donc maintenant questionner la valeur comptable en tant que valorisation de l'entreprise. Comme nous l'avons vu, la valeur comptable, ce sont les actifs moins les dettes. Or ces actifs n'ont de valeur que si l'exploitation se maintient. La chaîne de production du constructeur automobile n'a de valeur que pour l'entreprise, que si elle sert à construire des véhicules qui se vendront sur un marché. C'est donc le processus de production qui donne une valeur à cette chaîne de montage. Imaginons maintenant que les propriétaires souhaitent arrêter cette production pour vendre les actifs nets de l'entreprise : cette chaîne de production ne vaut sans doute plus que sa

valeur en métal. Donc le patrimoine net ne peut pas être considéré comme étant la valeur de l'entreprise.

Pour aborder cette question de la valeur de l'entreprise, nous allons nous poser une autre question : à quoi cela sert-il de détenir une entreprise ? Il n'en existe qu'une seule réponse : obtenir des rémunérations. Lorsque nous achetons une action, on se débarrasse d'une somme d'argent en contrepartie d'un titre de propriété et ce titre de propriété n'a d'intérêt que si en retour, il nous donne des revenus futurs. Cette valeur est donc profondément spéculative : si j'estime que les dividendes futurs valent plus que la valeur actuelle de l'action, alors j'achète ; inversement, je vends. Donc on comprend que la valeur de l'entreprise n'est pas déterminée par la comptabilité (qui est une opinion de la direction sur sa propre entreprise) mais par le jeu de l'offre et de la demande.

Vous allez bien sûr me dire que dans les faits, on achète une action pour son potentiel de plus-value. Je l'achète dans l'optique de la revendre. C'est effectivement la motivation la plus courante. Mais ceci n'explique rien : qu'est-ce qui fait qu'une action va monter ou baisser ? Il nous faut donc retourner à l'essence de cette valeur et celle-ci est formée par les opinions que les acheteurs et vendeurs peuvent avoir sur les dividendes que va distribuer l'entreprise. On ne peut réaliser une plus-value que si l'opinion du marché sur l'entreprise s'est améliorée, ce qui confirme la nature spéculative de la valeur des entreprises.

Je reviens donc à l'origine de l'opération. J'échange une somme d'argent immédiate contre des flux futurs de dividendes. Comment valoriser aujourd'hui une somme que l'on est supposé recevoir dans le futur ?



Actualisation : le facteur temps



$$100 \text{ €} \xrightarrow{\text{1 an / taux d'intérêt } t = 2 \%} 102 \text{ €}$$

$$98,04 \text{ €} \xrightarrow{\text{1 an / taux d'intérêt } t = 2 \%} 100 \text{ €}$$

$$\frac{\text{Div}}{1 + t} \xrightarrow{\text{1 an / taux d'intérêt } t} \text{Div}$$

Nous allons donc devoir ici aborder la notion d'actualisation : comment donner une valeur actuelle à un revenu que nous percevrons dans le futur ?

Deux facteurs vont rentrer en compte : le temps et l'incertitude. Nous allons commencer ici par le facteur temps.

Supposons que nous disposions aujourd'hui de la somme de 100 euros et que nous ne voulions pas la dépenser. On va donc la déposer sur un compte bancaire rémunéré, un compte à terme par

exemple. Supposons maintenant que le taux d'intérêt qui nous est proposé soit de 2 %. Ceci signifie qu'au bout d'un an, nous allons récupérer 102.

Et bien, l'actualisation consiste à faire le raisonnement exactement inverse. Supposons que nous voulions obtenir 100 euros dans un an et que le taux d'intérêt soit de 2 %, quelle somme nous faut-il déposer ? Il va donc falloir déposer 98,04 euros pour obtenir 100 dans un an. On en déduit donc que la valeur actuelle d'un revenu de 100 dans un an est de 98,04.

On en déduit donc que la valeur actualisée d'un revenu à un an est égale à ce revenu divisé par 1 plus le taux d'intérêt.



Actualisation : le facteur temps (2)



$$98,04 \text{ €} \xrightarrow{\text{1 an / taux d'intérêt } t = 2 \%} 100 \text{ €}$$

$$\frac{\text{Div}}{1 + t} \xrightarrow{\text{1 an / taux d'intérêt } t} \text{Div}$$

$$96,12 \text{ €} \xrightarrow{\text{2 ans / taux d'intérêt } t = 2 \%} 100 \text{ €}$$

$$\frac{\text{Div}}{(1 + t)^2} \xrightarrow{\text{2 ans / taux d'intérêt } t} \text{Div}$$

$$\frac{\text{Div}}{(1 + t)^n} \xrightarrow{\text{n ans / taux d'intérêt } t} \text{Div}$$

Nous avons raisonné jusqu'à présent à un an, mais qu'en est-il pour des durées plus longues ? Si c'est pour dans deux ans, on comprend qu'il nous faut placer moins : au même taux d'intérêt, 96,12 nous permet d'obtenir 100 dans deux ans. On comprend donc que plus un revenu est éloigné dans le temps, moins il est valorisé.

Ainsi un revenu Div que l'on recevra dans 2 années a pour valeur actualisée ce revenu divisé par 1 plus le taux d'intérêt à la puissance 2. Ainsi un revenu Div que l'on recevra dans n années a pour valeur actualisée ce revenu divisé par 1 plus le taux d'intérêt à la puissance n.



Actualisation : le facteur temps (3)



96,12 € $\xrightarrow{\text{2 ans / taux d'intérêt } t = 2\%}$ 100 €

94,26 € $\xrightarrow{\text{2 ans / taux d'intérêt } t = 3\%}$ 100 €

98,03 € $\xrightarrow{\text{2 ans / taux d'intérêt } t = 1\%}$ 100 €

Nous avons jusqu'à présent travaillé avec un taux d'intérêt de 2 %. Supposons maintenant que le taux d'intérêt soit de 3 %. Comme l'argent rapporte plus, on comprend donc qu'il faut déposer une somme moindre – 94,26 au lieu de 96,12 – pour obtenir 100 dans deux ans. Inversement si le taux d'intérêt baisse, il faut alors une somme plus forte – 98,03 – pour obtenir 100 dans un an.

Nous découvrons ici une propriété qui peut a priori paraître déroutante mais qui se comprend : plus le taux d'intérêt est fort, moins les revenus futurs et donc les titres financiers sont valorisés et inversement. Ceci se comprend aisément : un produit financier n'existe que pour ses revenus futurs. Plus le taux d'intérêt est fort, plus le temps est valorisé et donc, les revenus futurs dévalorisés.



Actualisation : le facteur risque



96,12 € $\xrightarrow{\text{2 ans / taux d'intérêt } t = 2\%}$ 100 €

82,64 € $\xrightarrow{\text{2 ans / taux d'intérêt } t = 2\% \text{ prime de risque } r = 8\%}$ 100 €

$\frac{\text{Div}}{(1 + t + r)^n}$ $\xrightarrow{\text{n ans / taux d'intérêt } t \text{ prime de risque } r}$ Div

Taux d'actualisation = $t + r$

$$\text{Val} = \frac{\text{Div}_1}{1 + t + r} + \frac{\text{Div}_2}{(1 + t + r)^2} + \dots + \frac{\text{Div}_n}{(1 + t + r)^n} + \dots$$

Outre le temps rémunéré par le taux d'intérêt, il convient de comprendre qu'un dividende n'a jamais rien de certain : il dépend de la capacité de l'entreprise à réaliser des résultats et des flux de trésorerie positifs.

Il convient donc de rajouter au taux d'intérêt qui rémunère le temps, une prime de risque qui rémunère cette incertitude et va donc dévaloriser les estimations de dividendes futurs.

Supposons que la prime de risque retenue par le marché soit de 8 %. Nous ne détaillerons pas ici comment cette prime de risque se forme : je vous invite pour cela à vous rendre sur les vidéos [Finance 1](#) et [2](#) d'economie.org.

On appelle taux d'actualisation la somme du taux d'intérêt et de la prime de risque. On voit ainsi qu'un taux d'actualisation de 10 % (2 % de taux d'intérêt et 8 % de prime de risque) dévalorise très fortement un dividende de 100 que l'on attend dans deux ans : 82,64 euros, soit quasiment 20 % de moins.

La valeur actualisée à n années d'un dividende Div est donc égale à ce dividende divisé par 1 plus le taux d'actualisation à la puissance n .

On en déduit que la valeur d'une action est donc égale à l'addition des valeurs actualisées des estimations de ses dividendes futurs.

Impasse de la société de capitaux et du capitalisme

Au vu de la façon dont nous avons défini la valeur d'une société de capitaux, on comprend donc qu'elle n'a rien à voir avec la valeur comptable. Une valeur comptable nous dit que l'entreprise dispose d'un patrimoine net avec des composants que l'entreprise pense pouvoir écouler à ce prix dans des ventes futures. C'est une analyse du passé (les apports au capital + les résultats – les distributions de dividendes) qui comporte une opinion sur le futur. À l'inverse, la valeur de la société est purement spéculative et fonction des anticipations des agents économiques sur les dividendes à venir.

Est-ce à dire qu'il n'y a pas de lien ? Le fait que l'entreprise estime réaliser un résultat positif est un gage pour l'avenir. Si l'entreprise avait pu faire financer la totalité de ses actifs par emprunt, c'est à dire convaincre quelqu'un que ces actifs ont une réalité et que ces emprunts seront remboursés, alors l'entreprise aurait pu se distribuer 100 % du résultat en dividendes. Ceci est impossible dans le monde actuel, mais pourra l'être avec un secteur financier socialisé pour d'autres motivations : j'y reviendrai dans ma troisième présentation. Comme ce n'est pas possible, elle ne peut le faire et devra attendre pour se les distribuer. Donc il existe un lien entre résultat (sous réserve qu'ils soient fiables) et les dividendes à venir.

Mais ceci n'a rien d'automatique car cela dépend du futur. Supposons en effet que sur la base d'un patrimoine net positif, l'entreprise enregistre ensuite des résultats négatifs pour diverses raisons : baisse des ventes, hausse des coûts salariaux ou de la fiscalité, mauvaise gestion... Ces résultats négatifs font baisser le patrimoine net et ne donnent donc pas un bon signal pour les dividendes à venir.

Une fois établi ce lien entre valeur comptable et dividendes, il n'en reste pas moins vrai que la valeur de l'entreprise n'a rien à voir avec sa valeur comptable. La première correspond à des évaluations par les acheteurs et vendeurs des capacités de l'entreprise à extraire des dividendes dans le futur. La seconde, quoique discutable, reste factuelle et largement moins spéculative. Une entreprise peut très bien avoir un patrimoine net important et sa valorisation totalement déprimée parce que le marché ne croit pas, pour différentes raisons (qualité du management, marché de l'entreprise jugé peu porteur ou contexte politique délicat) qu'elle versera de bons dividendes. Inversement une société peut avoir une valeur comptable très faible mais une valeur exceptionnelle

parce que le marché croit à l'avenir de cette société, ce qui est le phénomène bien connu des start-ups.

Et bien, confondre les deux valorisations a des implications politiques catastrophiques.

Dans le camp progressiste, on entend souvent qu'il est souhaitable d'avoir une meilleure répartition de la valeur ajoutée entre le capital et le travail.

Une autre version de ce propos consiste à dire que l'on va taxer le capital, les produits financiers et les hauts revenus de façon à produire de l'égalité (version Piketty) ou pour financer des programmes sociaux ou la transition écologique.

Une autre proposition consiste à dire que les salariés vont progressivement obtenir des nouveaux droits sur l'entreprise : par exemple un partage des résultats qui donnent des droits de propriété sur l'entreprise. Dans un premier temps, les salariés sont minoritaires mais l'objectif est qu'ils soient majoritaires.

Ces propositions se combinent souvent. Elles sont parfois présentées comme un optimum pour ceux pour qui le capitalisme est indépassable ou comme une étape vers une socialisation plus fondamentale.

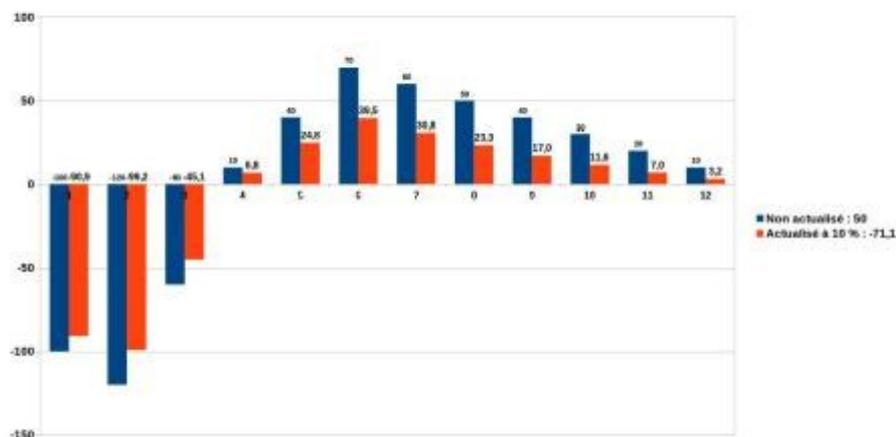
On constate que les entreprises n'ont jamais fait autant de profits, ce qui est une réalité. On se dit donc qu'il y a place pour une politique plus progressiste : si les entreprises gagnent un peu moins, elles gagnent quand même et les actionnaires auraient donc tout lieu d'être heureux.

Oui, mais on vient de confondre deux choses. La société qui gagne... et les actionnaires qui perdent. Si les résultats sont moindres qu'attendus, alors ce sont les perspectives de bénéfices qui baissent et donc les valorisations des sociétés.

Ne pas comprendre cela, c'est ne pas comprendre ce qu'il se passe actuellement. En introduction, nous avons dit que des entreprises ferment des unités de production qui, tout en étant rentables, ne le sont pas assez. Ils les ferment parce que cette faible rentabilité pèse sur la rentabilité d'ensemble du groupe et donc sur la valorisation. Vous avez ici la réponse aux questions que nous nous sommes posées au tout début. Oui c'est rationnel de fermer des unités de production qui ne gagnent pas assez car cela pèse sur les valorisations et personne n'a envie de perdre de l'argent... Du point de vue social, c'est carrément immonde et la propriété privée des moyens de production est un véritable pousse au crime.

Vous allez m'objecter que si les actionnaires perdent de l'argent, ce n'est pas très grave. A priori, vous avez raison à ceci près que nous venons d'oublier un petit détail : ils conservent immédiatement la direction des entreprises et ce sont eux qui décident les projets d'investissements.

Or comment décident-ils ? Diverses méthodes d'évaluation des projets existent qui reviennent plus ou moins au même, mais je vais me concentrer sur la plus connue : celle de la Valeur actuelle nette...



Supposons que l'entreprise se pose la question de savoir si elle s'engage dans un projet de développement. Comme dans tout projet, l'entreprise va devoir d'abord investir, donc dépenser des sommes en vue d'en gagner ensuite. Dans notre exemple, on constate qu'après une période d'investissement de trois ans, le projet va beaucoup rapporter en année 6 puis que ces retours sur investissement déclineront progressivement pour s'annuler à l'année 13. La méthode à papa consiste donc à additionner tous les flux de trésorerie – négatifs puis positifs – pour déterminer si le projet est rentable ou pas et il semblerait qu'au final le projet devrait rapporter 50, ce qui incite à s'engager dans le projet. Cependant, cette méthode est contestable car ces flux de trésorerie doivent être actualisés. Nous allons donc ici reprendre un taux d'actualisation de 10 % (2 % de taux d'intérêt et 8 % de prime de risque). En actualisant ces flux, on s'aperçoit alors que plus les flux sont éloignés dans le temps (et il s'agit des flux positifs), plus ils sont dévalorisés. Au final, on arrive donc à une somme actuelle négative de 71,1 en lieu et place des 50 en valeur non actualisée. Le projet, même s'il apparaît a priori rentable est donc de nature à faire perdre de l'argent aux actionnaires et ne sera donc par retenu.

On comprend donc que le taux d'intérêt comme la prime de risque sont des facteurs de raréfaction des projets d'investissement et donc d'emplois.

Nous n'avons jusqu'à présent pas parlé de la formation de la prime de risque. Cette prime de risque se forme par les attitudes des acheteurs et des vendeurs sur les marchés actions. Supposons que nous fixions comme constant le taux d'intérêt et le scénario de dividendes. Si les marchés sont très positifs sur les actions, alors les cours vont monter, ce qui va faire baisser la prime de risque. Inversement, si les marchés boudent les actions, alors les cours vont baisser et la prime de risque va monter dangereusement. La prime de risque, c'est la trouille des agents économiques sur le marché et cette trouille influe sur nos vies de tous les jours. Le système le plus absurde qui soit...

Alors les gouvernements qui n'envisagent pas la sortie du capitalisme en sont réduits à tout faire pour réduire cette prime de risque. C'est la remise en cause du droit du travail, ce sont les baisses de cotisations sociales, aujourd'hui non compensées par l'État... Rappelez-vous le Crédit d'impôt pour la compétitivité et l'emploi (CICE) et le nombre d'emplois créés. 20 milliards d'euros par an. Le président du Medef, Pierre Gattaz et son badge un million d'emplois. Plusieurs études contradictoires sur l'effet emploi. La plus positive 115 000 emplois. $115\ 000 \times 2500 \times 1,5 \times 12 =$

5,2 milliards. Si on avait utilisé cette somme pour des emplois publics, on aurait eu 4 fois plus d'emplois. Ahurissant.

Nous avons décrit au début de cette partie trois types de mesures qu'un gouvernement progressiste pourrait prendre : partage de la valeur ajoutée, impôts redistributeurs et pouvoir progressif des salariés. Ces trois mesures sont de nature à réduire les perspectives de dividendes des entreprises et nous avons donc tout lieu de penser que les scénarios de dividendes vont être revus à la baisse et donc que les valorisations vont baisser. Le problème, c'est que lorsque les valorisations baissent, à taux d'intérêt constant, il y a toujours une combinaison de baisse du scénario de dividendes et de hausse de la prime de risque.

Donc, si on ne peut que soutenir ces mesures, ne faire que cela risque de nous mener à la catastrophe. Il y a alors deux solutions. Ou cette gauche comprend et passera à l'éviction concrète des actionnaires ; ou ces gauches que l'on dit radicales, feront comme leurs prédécesseurs socialistes, ils rassureront le capital en remettant en cause leur promesse. Je ne crois pas à la thèse de la trahison, je crois à la thèse des limites que l'on se donne, et une limite terrible est de refuser de poser la question de l'éviction immédiate des actionnaires.

Nous nous sommes mis ici dans un cas de figure positif : un gouvernement de gauche progressiste qui viendrait aux affaires avec des promesses que l'on ne peut que soutenir et qui mettront le capitalisme en crise. Mais supposons que cet événement n'arrive jamais. Nous devons alors nous poser une autre question. Où en est le capitalisme au début de ce XXIe siècle ?



La formule de Gordon et Shapiro



$$\text{Val} = \frac{\text{Div}_1}{1+t+r} + \frac{\text{Div}_2}{(1+t+r)^2} + \dots + \frac{\text{Div}_n}{(1+t+r)^n} + \dots$$

$$\text{Val} = \frac{\text{Div} \times (1+g)}{1+t+r} + \frac{\text{Div} \times (1+g)^2}{(1+t+r)^2} + \dots + \frac{\text{Div} \times (1+g)^n}{(1+t+r)^n} + \dots$$

$$\text{Val} = \frac{\text{Div}}{t+r-g}$$

Pour répondre à cette question, je vais utiliser la formule de Gordon et Shapiro (deux chercheurs du MIT) qui date de 1959.

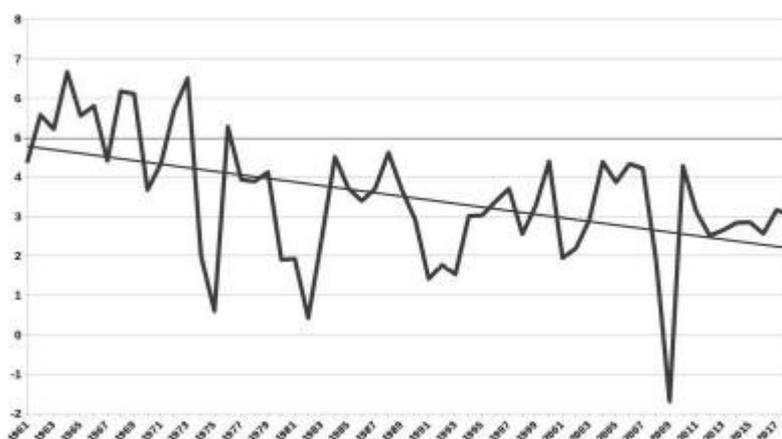
Nous avons précédemment décrit la valeur de l'action comme étant la somme actualisée de ses dividendes futurs, $\text{Div}_1, \text{Div}_2, \dots, \text{Div}_n, \dots$. Gordon et Shapiro modélisent le scénario de dividendes par une croissance g d'un dividende initial Div . Nous avons alors une formule très compliquée qui heureusement est mathématiquement équivalente à une formule beaucoup plus simple : la valeur d'une action est égale à son dividende du moment divisé par l'addition du taux d'intérêt, de la prime de risque moins le coefficient de croissance.

On vérifie donc bien, avec cette formule toute simple, que si le taux d'intérêt et la prime de risque baissent, alors la valeur de la société est revalorisée. Inversement, le pourcentage de croissance qui représente le scénario de dividendes joue contre le taux d'actualisation. Normal. Si cette formule a été pensée pour une utilisation microéconomique – elle est toujours utilisée dans les analyses de valeurs produites par les banques conseil – il n'en reste pas moins vrai qu'elle a une portée macroéconomique évidente : un marché boursier – le Cac 40 par exemple – peut être vue comme une grosse valeur qui produit un dividende à un moment et il est tout sauf déraisonnable de résumer le scénario de dividendes par un pourcentage de croissance.

Nous nous devons alors de rapprocher cette croissance du dividende avec la croissance générale de l'économie :



Croissance monde



Source : Banque mondiale



Croissance France

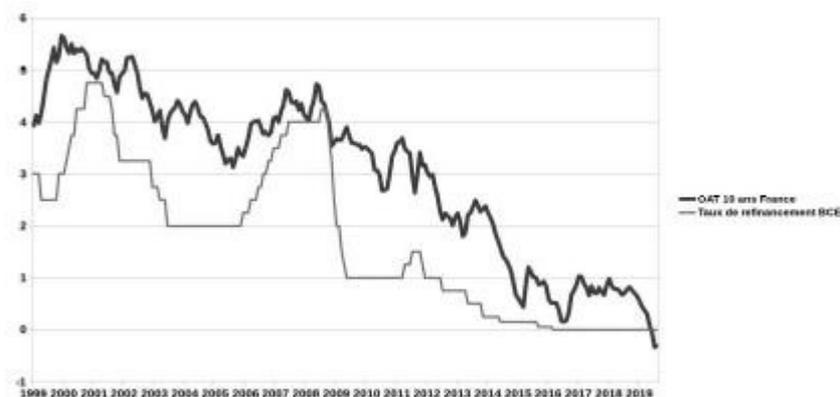


Source : Banque mondiale

Nous étions dans les années 1950 et 1960 dans des périodes de forte croissance. Si le rapport de force entre les classes est inchangé, ce qui signifie que la part des profits et dividendes est constante dans la valeur ajoutée, alors la croissance du dividende suit la croissance de l'économie. Mais lorsque nous sommes dans une croissance faible, la croissance des dividendes ne peut se produire que si une pression de plus en plus forte sur les salaires et les prélèvements existe. Et c'est la raison pour laquelle, ce qui était possible durant les dites Trente glorieuses, à savoir du progrès social dans le cadre d'un capitalisme en croissance, n'est plus possible aujourd'hui. Les différentes contre-réforme sociales – droit du travail, retraites, déremboursement de la sécurité sociale... – qui existent depuis plus de trente ans sont là pour nous le montrer.



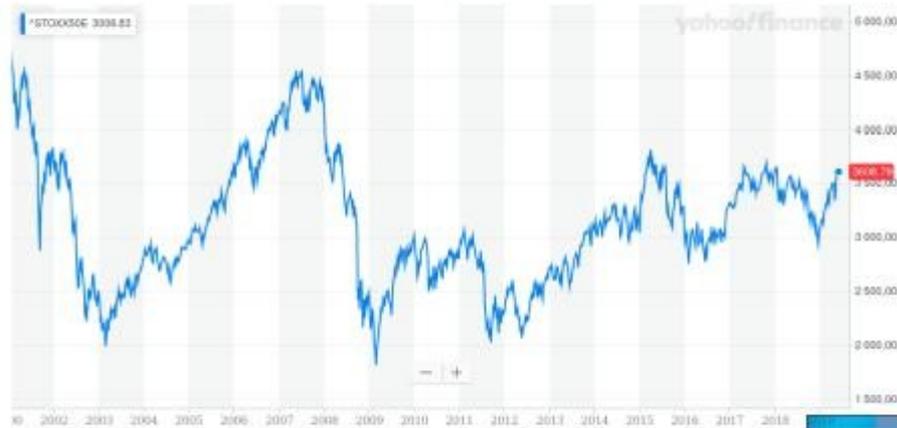
Le taux d'intérêt



Nous avons vu que le taux d'intérêt est un autre paramètre de la valorisation des sociétés. Or le taux d'intérêt à long terme (on utilise en général le taux d'intérêt à 10 ans de l'emprunt d'État) est directement influencé par la banque centrale. Cela fait des années que les banques centrales soutiennent la croissance par des baisses de taux d'intérêt. Comme nous l'avons vu, les taux d'intérêt de référence sont désormais négatifs. Il y a peu de chances que nous allions au-delà et ce pour deux raisons. Le taux zéro ou négatif est la négation même du capital, de la rémunération du temps. Deuxième raison : il est techniquement difficile d'aller au-delà, ce que la dernière conférence de presse de septembre de Mario Draghi en tant que président de la BCE a confirmé lorsque ce dernier demande aux États de prendre le relais par des déficits budgétaires. Je reviendrai sur cet aspect de la complémentarité des politiques étatiques dans la deuxième séance que j'animerai le 3 février 2020. En tout état de cause, le soutien aux valorisations qu'a pu constituer la baisse des taux d'intérêt n'existera plus à l'avenir.



Eurostoxx 50



Et même avec cette baisse des taux d'intérêt, on s'aperçoit que le cours de bourse des sociétés de l'Eurostoxx 50 piétine depuis 10 ans alors que les dividendes ont quasiment doublé. Si le taux d'intérêt a baissé, on comprend que la prime de risque est aujourd'hui à des niveaux extrêmement hauts ce qui nous montre la faiblesse de la croyance en ce système.

Tout ceci nous confirme que le conflit entre classes sociales va s'exacerber de la part de la bourgeoisie. On a vu combien la présidence Hollande a été terrible en terme de reniements. D'une certaine façon, si le ministère Jospin a été celui des privatisations et donc d'opportunités de valorisations offertes au capital, il a aussi été celui qui a permis une réduction du temps de travail certes contestée et contestable mais en tout cas décriée par le patronat. C'était il y a vingt ans et c'était alors encore un peu possible. Rien à voir avec la présidence Hollande. Macron s'inscrit dans la lignée d'Hollande et il ne faut surtout pas s'étonner de voir une pression de plus en plus forte pour des « réformes » qui sanctuarise les profits (exemple les retraites) doublée d'une violence accrue contre le mouvement social. Il s'agit de tenter de façon très inefficace, comme nous l'avons vu, de réduire la prime de risque.

Mais quand bien même, nous serions écrasés, ceci ne résoudrait aucun problème pour le capitalisme car une question reste centrale : la question de la demande effective que Keynes avait mis en avant dans l'entre-deux-guerres avec sa *Théorie générale*. En réduisant la demande adressée aux entreprises par la compression des salaires, on réduit les opportunités de profits.

Dans un paysage politique assez blême dominé par le libéralisme autoritaire et le national-populisme, on assiste à la réémergence de courants politiques progressistes : pour reprendre le progrès social ou pour amorcer la transition écologique, ceux-ci ont pour programme de s'en prendre aux profits des entreprises, pensant que cela est possible puisque cela a été fait dans le passé. Et on cite le New Deal rooseveltien puis les conquêtes de 1936, le programme de la résistance et enfin les accords de Matignon. Dans tous ces cas, le capital a su se maintenir et même rebondir mais nous étions dans tous ces cas, soit dans une phase de croissance, soit dans une phase de destruction massive de capital (crise de 1929 ou seconde guerre mondiale) qui ouvre la voie à une période de croissance. Lorsqu'il y a croissance, il y a possibilité de compromis conflictuel, mais pas lorsque la croissance s'essouffle et nous sommes aujourd'hui dans cette situation.

Tous ces éléments nous montrent que le capitalisme, qui se caractérise par la propriété des moyens de production, est historiquement condamné. Donc la question centrale de la société de capitaux en tant que forme d'entreprise est posée. Je suis vraiment content et touché de voir que Réseau salariat organise un séminaire toute cette année universitaire sur cette question essentielle. Toute la question est de savoir comment dépasser ce système.

Il me semble que la finance d'entreprise nous donne la réponse à la question : s'il n'y a pas de profits, alors il n'y a pas de valeur de l'entreprise et donc pas de propriétaires. S'il n'y a pas de valeur, alors la gestion par les usagers, à savoir les salarié.es et les utilisateurs des services, en est l'issue. Nous ré-aborderons cette question dans la session du 4 mai sur les solutions coopératives et leur dépassement.