

“ Centralité bancaire ” et émission monétaire

François-Xavier Dudouet, Eric Grémont, Antoine Vion

▶ **To cite this version:**

François-Xavier Dudouet, Eric Grémont, Antoine Vion. “ Centralité bancaire ” et émission monétaire. 2014. halshs-01095256

HAL Id: halshs-01095256
https://shs.hal.science/halshs-01095256

Preprint submitted on 15 Dec 2014

HAL is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L’archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d’enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.

Copyright

« CENTRALITE BANCAIRE »
ET
EMISSION MONETAIRE

François-Xavier Dudouet
IRISSO, CNRS – Université Paris Dauphine
dudouet@dauphine.fr

Eric Grémont
OpesC
eric.gremont@opesc.org

Antoine Vion
LEST/LabexMed, Université de la Méditerranée
antoine.vion@univ-amu.fr

Décembre 2014

Résumé

Depuis plus d'un siècle, les analyses de réseaux appliquées aux conseils d'administration des grandes entreprises (i*nterlocking directorate studies*) ont régulièrement observé la tendance qu'ont les banques à occuper une position plus centrale que les autres entreprises. Cette observation a donné lieu à de nombreuses interprétations, dont aucune n'est parvenue à s'imposer. Nous soutenons que l'absence de consensus repose en premier lieu sur une question de méthode, celle qui consiste, d'une part, à confondre « centralité » et « contrôle » et d'autre part à étudier les réseaux inter-firmes d'après la somme de leurs parties et non comme un tout. En second lieu, les sociologues se sont intéressés à des formes immédiates de relations financières entre banques et industrie, essentiellement sous les rapports de dette et d'actionnariat, en négligeant tout ce que la théorie économique pouvait apporter sur le rôle joué par les banques dans l'émission monétaire et l'intermédiation financière. Or, ces deux derniers aspects sont fondamentaux pour saisir les rapports structurels qui lient les entreprises financières et non financières. En nous appuyant sur la longue tradition des i*ntrerlocking directorate studies*, d'une, part et certains économistes de la monnaie et des marchés financiers d'autre part, nous souhaitons montrer que ce que l'on appelle la « centralité bancaire » repose avant tout sur le rôle prééminent des institutions financières dans le circuit de l'argent.

Abstract

For more than one century, interlocking directorate studies have provided evidence of bank centrality in corporate networks. Many interpretations of this phenomenon have been elaborated, but none of them was conclusive. In this paper, we assume that theoretical and methodological limits have affected this literature. Firstly, two usual confusions have been to assimilate bank centrality to bank control and to study corporate networks from the perspective of a sum of links rather than the one of a whole structure. Secondly, scholars have paid attention to immediate financial relations between bank and industry, such as credit and shareholding, but not to financial intermediation and money creation. We think that economic theory of money creation is worth bringing back in. From such a theoretical perspective, bank centrality seems to be better understood as a form of collegial regulation of money creation, while the absence of such a phenomenon indicates the rise of bureaucratic regulation by central banks and global financial institutions.

INTRODUCTION

La propension des banques à occuper une position centrale dans les réseaux d'administrateurs est l'un des enjeux récurrents, si ce n'est le plus crucial, des *interlocking directorate studies*[1]. Aussi loin que l'on remonte dans cette tradition, la position centrale des banques s'impose comme une constante. Plusieurs obstacles ont pourtant empêché l'émergence d'une interprétation consensuelle du phénomène. En premier lieu, la question de la "centralité bancaire"[2] a longtemps été enfermée dans celle du "contrôle bancaire", à savoir le pouvoir que les institutions financières étaient en mesure d'exercer sur les firmes industrielles (Hilferding, 1970 [1910], Pujo Committee, 1913). Cette question eut une telle emprise sur l'agenda scientifique et politique que, jusqu'aux années 1970, elle limita l'appréciation de la centralité pour elle-même ou suivant d'autres grilles interprétatives. En second lieu, les *interlocking directorate studies* sont restées trop dépendantes d'une approche interactionniste consistant à apprécier les propriétés d'ensemble du réseau à partir des propriétés de chaque lien. En d'autres termes à expliquer le tout par les parties. Or, la quasi impossibilité de connaître à coup sûr les motifs pour lesquels un individu siège dans un conseil d'administration empêche de tirer la moindre relation de cause à effet sous cet aspect. Quand bien même ces motifs seraient connus, leur combinaison ne saurait rendre compte de l'ensemble du réseau compris comme un fait social *sui generis*. Le fait que les liens interlocks perdurent au-delà des individus et des institutions qui les portent montre qu'il se joue autre chose que la confrontation de stratégies singulières. En troisième lieu, l'analyse des relations financières entre banques et industrie, couramment mobilisée pour rendre compte du "contrôle bancaire", s'est trop souvent cantonnée à des formes immédiates et évidentes de relations que sont la dette et la participation au capital. Ce faisant, elles ont délaissé des aspects beaucoup plus essentiels pour le financement des entreprises que sont

[1] Un lien interlock existe lorsqu'un individu affilié à une institution siège dans le conseil d'administration d'une autre institution (Mizruchi, 1996). L'expression *interlocking directorates*, elle-même, a été forgée au début du 20ème siècle par le Comité Pujo du nom du président de la commission d'enquête diligentée par la Chambre des représentants pour rendre compte de la concentration de l'argent et du crédit aux États-Unis (Pujo Committee, 1913). Même si d'autres études avaient été menées auparavant en Europe (notamment Jeidels, 1905), c'est l'expression américaine qui s'est imposée et qui sert depuis une quarantaine d'année, au moins, à désigner l'ensemble des études portant sur les réseaux d'administrateurs.

[2] L'expression « centralité bancaire » est quelque peu impropre, car les institutions concernées ne sont pas uniquement des banques mais aussi au moins des assurances. Plus généralement, la centralité bancaire renvoie à la centralité de la finance en général et il serait plus correcte de parler de « centralité des institutions financières » ou de « centralité financière ». Sur la longue période et suivant les pays la teneur juridique et pratique de ce qu'ont pu être les institutions financières n'a cessé d'évoluer, en revanche leur rôle recouvre des fonctions à peu près identiques : gestion de l'épargne, tenue de compte, prêt et plus souvent crédit, évaluation du risque, organisation matérielle des marchés financiers, etc. . Il faut donc entendre par institutions financières, certes les banques et les assurances mais aussi les sociétés de bourse et les opérateurs de marchés, les maisons de courtage, les collecteurs et les gestionnaires de fonds, etc. . Il s'agit d'une galaxie floue qu'il est malaisé de définir autrement que comme l'ensemble des professionnels de la monnaie.

les opérations de tenue de compte, d'affacturage et surtout d'intermédiation boursière. Si les débats sur la centralité bancaire ont gardé un caractère inconclusif, c'est, nous semble-t-il, parce qu'ils ont laissé en point aveugle les mécanismes de l'émission et de la circulation monétaire. Le rappel de certains fondamentaux de la théorie économique sur la monnaie permet de dépasser cette impasse et peut-être d'ouvrir une nouvelle grille interprétative de la "centralité bancaire". Le but de cet article est d'avancer dans cette voie sans préjuger de la nature des liens particuliers entre chaque "banque" et chaque "industrie", mais en s'appuyant davantage que les études passées sur le rôle et le fonctionnement de la monnaie dans les économies capitalistes. Pourquoi ne pas appliquer à l'analyse de réseau *Les règles de la méthode sociologique* (Durkheim 1988 [1894]) et tenter d'expliquer le fait social qu'est la "centralité bancaire" par cet autre fait social qu'est la monnaie[3] (Simmel, 2007 [1900]; Simiand, 1932). Si l'économie s'est souvent appuyée sur d'autres disciplines pour penser la monnaie (Aglietta et Orléan, 1998 ; Théret, 2008), l'inverse est plus rare. Pourtant, les enseignements des économistes peuvent s'avérer très précieux pour saisir les mécanismes d'émission et de circulation monétaire qui organisent la vie financière des sociétés modernes.

LA CENTRALITE BANCAIRE

La centralité bancaire dans les *interlocking directorates studies*

"[…] banks are the foundation of intercorporate networks. While other firms may rise into momentary prominence and a few remain there for some year, the major commercial banks persist from year to year." (Bearden et al., 1975 citée in Scott 1997, p. 114). Cette affirmation de Bearden et ses collègues se vérifie à double titre : en premier lieu parce que la « centralité bancaire » a depuis été confirmée par de nombreuses études, mais aussi parce qu'elle se trouve être au principe même des travaux pionniers des *interlocking directorates studies* . La première étude du genre (Jeidels, 1905) part en effet des six principales banques berlinoises pour lesquelles l'auteur examine les relations sociales avec l'industrie allemande[4]. Il ne

[3] « En tant que cristal de valeur, l'argent apparaît comme nécessaire, en tant que forme d'équivalent comme superflu. Mais il apparaît comme nécessaire parce que c'est seulement ainsi que la valeur de la marchandise est exprimée socialement d'une façon valable et c'est seulement à partir de l'argent qu'elle peut se transformer de nouveau en toutes les autres marchandises. Mais comme l'expression d'argent n'est que provisoire, et pas importante en soi - comme par exemple quand le processus M-A-M est interrompu et que l'argent lui-même doit être mis en réserve pour un temps plus ou moins long afin de permettre plus tard le processus -, seul est à considérer l'aspect social de l'argent, sa propriété d'être en tant que valeur l'égal de la marchandise. Cet aspect social est exprimé matériellement dans la matière monétaire, par exemple l'or. Mais il peut être exprimé directement par une réglementation sociale consciente ou, puisque l'État est l'organe conscient de la société productrice de marchandises, par une réglementation étatique. L'État peut fixer certains signes - par exemple, des billets caractérisés comme tels - en tant que représentant de l'argent, signe d'argents. » Hilferding (1970, p. 75).

[4] Citée dans Fennema & Schijf (1979). L'étude de Jeidels fut abondamment reprise par Lénine dans *L'impérialisme, stade suprême du capitalisme* (1979) [1917].

recense pas moins de 1350 liens qu'il considère comme l'expression du pouvoir des banques sur l'industrie. La grande industrie allemande tendait ainsi à être organisée en cartels, eux-mêmes appuyés sur les grandes banques berlinoises qui pourvoyaient à leur financement. Cette structure de cartels industriels et d'alliances financières permettait de contrôler les prix et donc de sécuriser les investissements. Aux États-Unis, l'enquête du Comité Pujo suit une démarche similaire puisque sa cible prioritaire est le « money trust » formé par le banquier J. P. Morgan et ses alliés. Là aussi, le comité met à jour un grand nombre de liens sociaux et financiers par lesquels il déduit un véritable contrôle bancaire sur la grande industrie notamment la sidérurgie et le rail. La « centralité bancaire » était donc méthodologiquement au fondement des premières études interlocks, même si, rappelons-le, ce n'est pas la centralité pour elle-même qui était recherchée – et pour cause les résultats auraient été tautologiques – mais le contrôle des banques sur la grande industrie et, de là, sur l'ensemble de l'économie. Ce qui passerait aujourd'hui pour un biais méthodologique s'est finalement révélé être une propriété profonde des réseaux interlocks. Ainsi, dans leur étude longitudinale, menée cette fois pour un réseau complet[5], Bearden et ses collègues démontrèrent que, même si les firmes industrielles pouvaient parfois présenter une centralité supérieure, c'étaient les grandes banques commerciales qui arrivaient le plus régulièrement en tête. Depuis, d'autres études menées sur des réseaux complets n'ont cessé de confirmer la régularité de la « centralité bancaire ». Mizruchi (1982) dans une étude par sondage entre 1904 et 1974 a montré que les banques new-yorkaises demeuraient au cœur des réseaux d'affaires, bien que les liens aient connu une forte baisse entre 1912 et 1935, puis une augmentation jusqu'en 1969, avant de chuter de nouveau en 1974. De même, la chute brutale du réseau entre 1982 et 1994 n'a pas remis en cause la prééminence des banques commerciales, malgré la forte baisse de leur score de centralité (Davis & Mizruchi, 1999). Au Royaume-Uni, jusqu'à la seconde guerre mondiale, la centralité bancaire est surtout visible en province, là où se situent des relations d'affaires étroites entre industrie et *country banks*, alors que les banques de la City s'investissent très peu dans l'industrie au profit du commerce international, de l'assurance maritime et des bons d'État (Scott, 1997). Ce n'est qu'avec la crise des années 1930, et surtout la deuxième guerre mondiale, que les banques de la City commencent à devenir dominantes dans le réseau national. Ainsi en 1976, parmi les dix

[5] On appelle réseau complet, un réseau pour lequel a été définit préalablement les nœuds composant le réseau et pour lesquels sont recherchés les liens existants entre eux à l'exclusion de tout autre. Ils se différencient des réseaux egocentrés pour lesquels seuls les liens en partance du ou des nœuds choisis sont mesurés. Les études de Jeidels et du Comité Pujo étaient des réseaux egocentrés à partir des banques d'où le caractère tautologique à y rechercher une « centralité bancaire ». Le plus surprenant est que même en prenant en compte les relations entre firmes industrielles dans le cas de réseaux complets la « centralité bancaire » demeure.

entreprises présentant le plus haut score de centralité de degré, huit sont des banques. Le réseau britannique est toutefois beaucoup plus diffus que son homologue américain avec 75% des firmes connectées contre 90% aux États-Unis. Bien que suivant des configurations et des dynamiques très différentes, la centralité bancaire a aussi été observée au Canada, en Australie et en Nouvelle-Zélande. Scott (1997) concluait que ”Banks have been found to play a central role in the intercorporate networks of all the Anglo-American economies.”

Cependant, la centralité bancaire n’est pas le propre des pays anglo-saxons. En Europe, elle fut régulièrement observée (Fennema & Schijf, 1979) et semble persister malgré une forte tendance à l’érosion des interlocks : Allemagne (Heinze, 2004), France (Dudouet & Grémont, 2010), Italie (Farina, 2009), Pays-Bas (Heemskerk, 2007), Europe (Dudouet et al., 2012).

A travers les époques et les pays, la régularité avec laquelle la centralité bancaire a été observée à des intensités diverses incite clairement à la concevoir comme une propriété structurale des réseaux interlocks et à s’interroger sur sa signification.

Du contrôle à l’hégémonie bancaire

Ainsi que nous l’avons déjà signalé, il est important de ne pas confondre la « centralité bancaire » avec le « contrôle bancaire ». La première est une observation, la seconde une thèse qui utilise la première comme justification. La thèse du contrôle bancaire a été développée aussi bien par les parlementaires américains que par les marxistes, mais ce sont ces derniers qui par la suite ont le plus défendu cette approche (Fennema & Schijf, 1979). La thèse marxiste du contrôle bancaire s’appuie essentiellement sur l’ouvrage de Rudolph Hilferding *Finanz Kapital* (1910) qui fut l’un des premiers à théoriser le pouvoir des banques sur l’industrie et à y associer explicitement les interlocks[6]. Figure éminente de ce qu’il convient d’appeler « l’austromarxisme[7] » (Longuet, 2006), Hilferding est d’abord un économiste soucieux de faire évoluer la théorie de Marx sur le terrain de la monnaie et des marchés de valeurs. C’est à ce titre, et non comme sociologue, qu’il se saisit des travaux de Jeidels et qu’il théorise la présence des banquiers dans les conseils d’administration des firmes industrielles :

« *Mais la banque, non seulement peut accorder davantage de crédit à la société par actions qu’à l’entreprise privée, mais peut aussi placer une partie de son capital en actions pour une durée plus ou moins longue. Dans tous les cas, la banque prend un intérêt durable à la société par actions, qu’elle doit, d’une part, contrôler pour assurer le bon*

[6] Hilferding n’a pas mené par lui-même d’analyse de réseaux mais s’est appuyé sur celle de Jeidels (1905).

[7] Courant marxiste de « l’école autrichienne » auquel il convient d’associer Otto Bauer, Karl Renner, Max Adler. Rudolf Hilferding a, comme Ludwig von Mises ou Joseph Schumpeter ses contempteurs libéraux, suivi l’enseignement d'Eugen von Böhm-Bawerk considéré comme le père de « l’école autrichienne ».

emploi de son crédit et, de l'autre, dominer le plus possible en vue de s'assurer toutes les transactions financières qui rapportent des bénéfices.

Tout cela explique l'effort que font les banques pour exercer une surveillance constante sur les sociétés par actions auxquelles elles sont intéressées, et cela en se faisant représenter au conseil d'administration. Cette représentation assure en même temps la garantie que la société laisse faire par la banque toutes les autres transactions financières en rapport avec les émissions. D'un autre côté, la banque s'efforce, pour répartir le risque et élargir son cercle d'affaires, de travailler avec le plus grand nombre de sociétés possibles. D'où la tendance à cumuler de tels postes de membres des conseils d'administration. » (Hilferding, 1970, p. 181)

Les auteurs d'inspiration marxiste ont généralement retenu d'Hilferding que les banques cherchaient à contrôler les entreprises afin de sécuriser leurs engagements financiers, entendus comme des créances ou des participations au capital. Ce sont donc les structures de dette et de capital qui ont été prioritairement étudiées pour prouver l'existence du "contrôle bancaire". Pour qu'une banque exerce potentiellement un contrôle sur une firme, il ne suffit pas qu'elle soit représentée à son conseil, encore faut-il qu'elle entretienne des relations financières telles que la firme soit placée en situation de dépendance vis-à-vis de la banque. Cette thèse s'opposa très vite à l'approche managérialiste développée aux Etats-Unis à partir des années 1930. Reprenant la distinction proposée par Berle et Means (1982) [1932] entre propriété et pouvoir sur la firme, le courant managérialiste défendit l'idée que les dirigeants des grandes firmes cotées bénéficiaient d'une assez large autonomie vis-à-vis de leurs actionnaires, banquiers ou familiaux. Dans la "nouvelle société managériale" (Burhnam 1941), le contrôle du capital est supposé prendre le pas sur la propriété, faisant des managers les véritables détenteurs du pouvoir sur l'entreprise[8].

L'essor de l'analyse de réseau dans les années 1970 a cependant offert un contrepoint aux thèses managérialistes alors dominantes. Tout d'abord, elle a montré que l'insertion des firmes et de leurs dirigeants dans des réseaux de relations particulièrement denses allait à l'encontre d'une autonomie pleine et entière des managers (Zeitlin, 1974). Ensuite, la mise en évidence d'une « centralité bancaire » dans les réseaux complets a pu être interprétée comme une confirmation de la théorie du contrôle bancaire, les liens sociaux entre banque et industrie laissant supposer des liens financiers (Mariolis, 1975). Mais si les liens financiers peuvent exister, ils ne sont pas les seuls ni nécessairement le principal motif d'un lien interlock (Mizruchi, 1996).

[8] Pour une revue plus complète de ces débats voir Scott (1997) et Mizruchi (2004).

Comment, dès lors, réduire la « centralité bancaire » à une relation univoque de pouvoir des banques sur l'industrie ?

Dès les années 1970, des approches fonctionnalistes ont tenté d'apporter d'autres interprétations, basées sur le rôle de conseil et plus généralement de hubs d'informations joués par les banques (Mokken & Stockman, 1978). Selon cette approche, la fonction des banques ne se limite pas à investir dans les firmes, mais aussi à fournir des conseils et, plus que tout, à être les premières informées sur la vie des affaires, notamment sur les opérations de fusions-acquisitions dans lesquelles elles sont systématiquement impliquées. De plus, si ces établissements occupent une position centrale dans les réseaux interlocks, ce n'est pas seulement parce que leurs dirigeants siègent dans les conseils des autres firmes mais tout autant parce que les dirigeants des firmes non financières siègent à leur conseil.

Contestant la relation de domination univoque des banques sur l'industrie, Mintz et Schwartz (1985) préfèrent parler d'hégémonie bancaire dans un système d'interdépendances asymétriques. Selon eux, le contrôle s'exercerait moins par des stratégies volontaires que par une forme de coordination implicite issue d'un système de contraintes mutuelles. La présence des non financiers aux conseils des banques serait le signe d'une gestion collective de l'allocation du capital. Ainsi que le soulignait Scott (1997), la centralité des banques n'est pas le fruit d'une stratégie mûrement réfléchie mais la conséquence d'une succession de cooptations non coordonnées qui aboutissent néanmoins à positionner les banques au cœur du réseau de relations inter-firmes. De ce point de vue, la centralité bancaire est moins l'expression d'un pouvoir de contrôle que d'un pouvoir structurel sur la vie des affaires : « A diverse set of credit institutions controls access to capital, but bank boards are the institutionnal arenas in which the major credit-givers and credit-recipients come together to determine the constraints under which that credit can be used » (Scott, 1997, p. 140)[9]. L'essentiel est là. On retrouve l'idée d'un espace social cohérent, mais non consciemment organisé, qui gérerait l'allocation des ressources financières. Si les grandes corporations sont des organisations bureaucratiques par excellence (Weber, 1995), leur direction est quant à elle de nature collégiale[10]. Cette collégialité s'observe d'abord, au niveau de la firme, par la structure formelle du conseil d'administration et des différents comités exécutifs qui la composent mais aussi, et surtout, entre les firmes. Le système de directions imbriquées qu'incarnent les interlocks constitue une autre forme de collégialité, plus informelle, qui ne va pas faire écho à la discipline sociale mise en avant par Emmanuel Lazega (2001), où la capacité d'influer sur l'action collective tient moins

[9] On pourrait nuancer ce propos en ajoutant au moins les agences de notations et les banques centrales dans le circuit de détermination de l'allocation du crédit.

[10] Sur l'opposition entre bureaucratie et collégialité voir notamment Lazega (2001).

dans l'autorité formelle que dans l'expertise professionnelle, l'entregent et le prestige social. Or, cette forme supérieure d'intégration, dirait Elias, n'est pas le fruit d'une volonté consciente, ni le résultat de la somme des stratégies individuelles, mais bien un fait *sui generis* qu'il s'agit d'analyser dans sa totalité plus que d'après ses parties. Pourtant, les réseaux interlocks n'ont guère été envisagé comme un fait social au sens Durkhémien du terme, en raison notamment de l'inclination de la sociologie américaine à les concevoir sous un mode essentiellement interactionniste.

Cette orientation méthodologique se constate de manière très claire dans le célèbre article de Mizruchi (1996) où l'auteur déclare explicitement s'intéresser à la nature des liens et aux effets qu'ils peuvent avoir sur les firmes : "If interlocks are to be worth studying, it is essential that they be shown to have consequences for the behavior of firms." (Mizruchi, 1996, p. 280). Ainsi, c'est plus le réseau saisi dans sa dimension interactionniste qui est envisagé que le phénomène social pris dans sa globalité. Pourtant, l'enjeu analytique tient peut-être moins dans l'interprétation de la nature des liens pris séparément que dans l'investigation de la structure du réseau pris dans son ensemble. Un réseau complet est un tout et non une somme de parties. Il faut dès lors reposer la question des conditions et des modes d'existence de la « centralité bancaire » comme structure sociale. Cela revient tout simplement à reprendre en les systématisant les présupposés du comité Pujo, à savoir que la « centralité bancaire » est l'expression d'un monopole sur la monnaie (*money trust*)[11]. Comment ne pas voir posé ici le problème sociologique de l'existence d'une élite monopolistique (Elias, 1991) ou pour reprendre Weber (1995) d'une communauté fermée détentrice du monopole de l'émission et de la circulation monétaire ? Ce que dévoilerait la centralité bancaire et que pressentent Minz et Schwarz ainsi que Scott, c'est une gestion oligarchique de la monnaie *corporate*[12]

Jusqu'à présent, les études interlocks ont saisi cet enjeu essentiellement d'après les relations de dette et de participation au capital. Mais ces formes de relation, pour visibles qu'elles soient, ne représentent que le sommet de l'iceberg des relations financières possibles, d'autant plus lorsque les entreprises sont cotées en bourses. Or, la très grande majorité, pour ne pas dire la totalité des firmes dont il est généralement question dans ces études, sont justement des firmes cotées[13]. Plus que

[11] Tout particulièrement quand l'État n'émet pas directement de la monnaie comme c'était le cas aux États-Unis au début du 20e siècle. Les États sont toujours, d'une certaine façon, émetteurs de monnaie même quand ils ne la frappent pas directement. L'émission de dettes sur les marchés, pour autant qu'elle trouve preneur, peut être considérée comme une forme d'émission monétaire.

[12] C'est à dire la part de masse monétaire mise en circulation à destination des grandes entreprises que ce soit directement pour le financement de leur activité ou indirectement pour celui de leurs actions sur les marchés de valeurs.

[13] Deux raisons essentielles et intrinsèquement liées expliquent cette focalisation sur les entreprises cotées. La première est que les chercheurs se sont généralement intéressés aux firmes présentant le plus haut volume de ventes, telles que fournies par les

des créanciers ou des actionnaires, les institutions financières, suivant la théorie économique, sont avant tout des pourvoyeurs de monnaie, des agents de la circulation monétaire. Leur rôle vis-à-vis des entreprises cotées dépasse largement le crédit ou la participation au capital. Il intervient aussi sur les marchés boursiers, même si c'est moins pour financer les entreprises que les actionnaires. C'est ce qu'avait bien vu Hilferding et c'est pourquoi il n'est pas inutile de revenir sur ses thèses pour montrer que, tout en étant un ardent partisan du « contrôle bancaire », la théorie monétaire qu'il développe permet de penser les motifs économiques de la « centralité bancaire » sur un plan bien plus large.

CE QUE SONT LES INSTITUTIONS FINANCIERES POUR LES GRANDES ENTREPRISES COTEES

Capital industriel et capital financier

Scott (1997) avait raison de rappeler qu'Hilferding avait été mal lu quand, pour expliquer la domination des banques sur l'industrie, on opposa le capital financier (entendu comme capital des banques) au capital industriel (celui des industries). Le capital (financier) des banques s'imposerait à celui (industriel) des industries par le truchement de la dette et de la participation au capital. Mais cette distinction n'a pas de sens : qu'il soit immobilisé dans une banque ou dans une industrie, le capital est toujours du capital. Ce n'est d'ailleurs pas ce que visait Hilferding. La différence que veut pointer l'économiste autrichien entre capital industriel et financier n'est pas une distinction entre secteur d'activités (le capital du secteur industriel d'un côté et celui des institutions financières de l'autre), mais une distinction beaucoup plus subtile sur deux circuits de l'argent qui pour être liés n'en sont pas moins distincts. Le capital industriel, ou ce que nous préférons appeler le capital productif[14], est l'évaluation monétaire des moyens employés par l'entreprise pour mener à bien son activité économique (salaires, fournitures, machines, bâtiments, stocks). Par opposition, le capital financier exprime la quantité d'argent employée pour valoriser les titres de l'entreprise, notamment lorsqu'ils sont échangés sur les marchés financiers[15]. Or, ces

classements des magazines (tout particulièrement Fortune). Or les plus grandes firmes dans les systèmes étudiés (USA, Royaume-Uni) sont bien souvent des entreprises cotées en bourse, simplement parce que le système de la société cotée est celui qui permet la plus forte concentration de capital (exception faite des entreprises sous contrôle de l'État). L'autre raison est que les entreprises cotées sont soumises à une obligation de publicité qui permet aux chercheurs d'avoir plus facilement qu'ailleurs accès à la composition des conseils d'administration et à la structure du capital (au moins pour les principaux actionnaires).

[14] Notre concept de capital productif est proche de celui de nombreux économistes comme Orléan (1999) au sens où il s'agit de désigner la quantité d'argent utilisée dans l'économie « réelle » par opposition à l'argent de la « finance », même si cette formulation n'est pas très heureuse, il s'en distingue cependant sur un point fondamental qui est que ce capital n'est pas la propriété des actionnaires, (y compris quand on veut le réduire aux actifs nets de l'entreprise). Il s'agit de deux types de capitaux parfaitement distincts.

[15] Les titres en question peuvent bien sûr être des actions de sociétés, peu importe qu'elles soient industrielles ou financières, mais aussi des obligations. Par souci de clarté nous ne traiterons dans les lignes qui suivent que des actions qui correspondent de toute

deux types de capitaux ne sont pas assimilables l'un à l'autre. Il existe entre eux une différence de nature juridique et économique. Dans le cadre des sociétés par actions, et plus généralement des sociétés à responsabilité limitée, le droit stipule que la propriété de la société, conçue comme personne morale, ne peut être confondue avec la propriété des actionnaires (personnes morales ou physiques distinctes de la société). Cela signifie que le capital productif est la propriété exclusive de la société et non celle des actionnaires qui ne sont propriétaires que du capital social autrement dit des actions[16]. Or, les actions ne sont pas des titres de propriété sur la société mais des biens mobiliers ouvrant certains droits sur celle-ci, notamment celui de toucher une part des bénéfices et de voter en assemblée générale[17]. Cette construction juridique s'explique par le fait que contrairement aux sociétés sans limitation de responsabilité, les actionnaires ne sont pas solidaires sur l'ensemble de leur patrimoine de la situation financière de l'entreprise. En cas de faillite, ils ne peuvent perdre plus que ce qu'ils ont investi en actions. Cette protection des investisseurs a pour contrepartie de séparer nettement le capital de la firme de celui des actionnaires et donc de générer deux ordres de valorisation économique distincts : le capital effectivement employé par l'entreprise et le capital social qui peut éventuellement être échangé sur les marchés financiers. En d'autres termes, lorsqu'on échange une action d'une société, ce n'est jamais une fraction de la valeur de son capital productif, ni même une partie de ses actifs immobilisés[18], mais une fraction du capital financier servant à valoriser les titres et dont la valeur est fondée sur les bénéfices attendus de l'entreprise. D'où la nécessité de distinguer deux grands ordres de quantité de monnaie, celui mobilisé par l'entreprise pour mener son activité et celui employé pour valoriser les actions de la même entreprise. Le lien entre les deux types de capitaux existe bien entendu mais il réside uniquement dans les émissions d'actions et les versements de dividendes. La quantité de monnaie levée au moment d'une émission peut être effectivement convertie en capital productif, mais ce n'est pas nécessairement le cas[19] et surtout le capital financier

façon à la grande majorité des titres émis par les entreprises sur les marchés de valeurs.

[16] Pour reprendre la terminologie marxiste, les actionnaires ne sont pas les détenteurs des moyens de production. Trop d'économistes confondent encore le capital-actions avec les actifs nets de l'entreprise, induisant ainsi un rapport de propriété purement imaginaire.

[17] Les droits conférés aux actions sont très variables, ils peuvent parfois ouvrir à un dividende préférentiel sans droit de vote ou, au contraire, à des droits de vote comptant double ou triple sans droit sur les dividendes. Plus sûrement, il convient de distinguer les droits économiques (sur les bénéfices) des droits politiques (sur la destinée et la gouvernance de l'entreprise).

[18] Au sens de notre définition, les actifs matériels de la société ou son capital immobilisé ne sont qu'une partie du capital productif. En toute logique il convient d'y associer d'autres ressources comme les actifs mobiliers ou le capital courant. Comme ce dernier n'est guère saisissable à chaque instant, on peut l'approcher par le chiffre d'affaires qui est en fin d'analyse la quantité de monnaie effectivement utilisée par l'entreprise au cours d'un exercice fiscal pour mener à bien son activité.

[19] C'est même assez rare lors des introductions où les actions offertes sont généralement celles des premiers actionnaires qui en profitent pour toucher une substantielle plus-value qui n'est pas nécessairement

correspondant à la valeur des actions échangées existe ensuite par lui-même indépendamment du capital effectivement employé par l'entreprise.

Ainsi, fin 2012, la valorisation boursière de Peugeot était de 1,9 milliards €[20] pour un chiffre d'affaires de 55 milliards € et des pertes annoncées à 5 milliards €[21]. Dans le même temps Google présentait une valorisation boursière de 233 milliards $ pour un chiffre d'affaires de 50 milliards $ et un bénéfice établit à 10 milliards $. La valorisation boursière est donc logiquement dé-corrélée du capital productif d'une firme puisque celle-ci dépend des profits attendus non du capital productif. Ce qu'on appelle « retour sur capital » correspond à une relation entre l'actif net et le bénéfice de l'entreprise, qui sert à rémunérer l'actionnaire sous forme de dividende d'une part et à fixer la valeur de l'action d'autre part. Un même montant d'actif net peut générer des taux de retours différenciés qui seront appréciés diversement par les investisseurs, générant une valorisation du capital financier distincte. Ainsi, pour les sociétés présentes en bourse, la cote jonglera-t-elle en offrant une prime à certains et en pénalisant d'autres. Ce qui conduit à des volumes en capital financier qui sont, suivant toute logique, radicalement différents de ceux des actifs nets, d'autant que l'appréciation du retour sur capital se fait de manière comparée avec toutes les autres firmes cotées et en fonction du loyer de l'argent. C'est ainsi que, fin 2012, les actifs nets de Google (12 milliards $) pesaient seulement 5% de sa valorisation boursière (233 milliards $), alors que ceux de Peugeot (12 milliards € hors stocks) représentaient 600% de la valeur de son capital social (1,9 milliards €). Plus impressionnant encore, la R&D[22] de Google en 2012 a été de 6,8 milliards $ (le montant le plus élevé depuis la création de l'entreprise). Si l'on considère ces deux données, la capitalisation correspondrait aux actifs nets de la société grossie de 32 ans de R&D. Difficile de trouver un exemple plus frappant de valorisation financière marquant l'écart entre l'investissement et son taux de retour. Les marchés financiers ne s'intéressent aux coûts que tant qu'ils sont rapportés à des profits ou des pertes. L'alliance entre capital industriel et capital financier est moins l'alliance entre le capital des banques et celui des industries qu'une forme particulière d'évaluation du capital financier qui n'inclut

réinvestie dans l'entreprise. De même les augmentations de capital ne font pas nécessairement l'objet d'investissements productifs et peuvent être utilisées de manière à valoriser le capital financier comme le remboursement anticipé de la dette, le rachat d'actions voir même reversées aux actionnaires sous formes de dividendes pour atténuer les effets de dilution.

[20] Il s'agit bien sûr d'une approximation car si l'ensemble des titres était vendu au même moment sur le marché, il peinerait sans aucun doute à atteindre cette somme qui n'est jamais que le total des actions émises multiplié par le cours de bourse à une date donnée.

[21] Bon exemple de cette protection des actionnaires. Si la société venait à être liquidée, les actionnaires perdraient collectivement 1,9 milliards € (nonobstant le prix auquel ils ont acheté l'action) mais n'auraient pas à rembourser les 5 milliards € de perte de la société.

[22] La R&D, notamment pour les firmes de haute technologie, est généralement tenue pour un bon indicateur de l'investissement et donc des bénéfices prévisibles. Elle peut être considérée comme jouant le rôle de l'actif net dans le calcul du retour sur capital.

pas nécessairement le financement de l'entreprise[23]. L'investissement productif est donc une fonction seconde, voire marginale (Théret, 2014), des marchés financiers, même si, suivant les époques, et les secteurs d'activité les marchés ont pu et peuvent encore accompagner ce type d'investissement. En règle générale, la fonction première des marchés financiers est de fixer le prix des parts sociales, c'est-à-dire le prix des droits aux bénéfices. Les actionnaires n'ont aucun droit direct sur ce capital productif. Tout au plus peuvent-ils espérer une quote-part perceptible sous forme de dividendes en cas de liquidation de la société. Si on ajoute à cela que la rémunération de l'actionnaire se situe au moins autant dans le cours de bourse que dans les dividendes[24], on cessera d'établir tout lien de nécessité avec l'entreprise si ce n'est comme source de légitimation du fonctionnement des marchés financiers. Les implications sociologiques de telles observations sont très importantes. Elles signifient que les marchés financiers sont d'abord organisés pour les actionnaires qu'ils servent à rémunérer au mieux, mais plus certainement encore pour les agents de la finance qui y puisent des revenus considérables auxquels il convient d'ajouter les dirigeants des entreprises cotées eux-mêmes depuis que la *shareholder value* a associé la valeur des actions non seulement à leur rémunération mais, plus généralement, à leur compétence, donc à leur statut. Ainsi, loin de financer prioritairement l'activité productive, la fonction première des marchés financiers est de se financer eux-mêmes.

L'intermédiation boursière

L'avantage premier du marché action[25] est que l'investisseur peut à tout moment « sortir de la firme » dans laquelle il a investi pour placer son capital ailleurs, contrairement à l'actionnaire de long terme dans une société dont le capital ne fait pas l'objet d'une cotation ou au créancier qui sont étroitement et durablement liés aux résultats, bons ou mauvais, des entreprises. Techniquement, les banques ont moins intérêt à s'engager de la sorte auprès des entreprises qu'à encourager un marché financier dynamique et à le pourvoir en monnaie[26]. C'est ce qu'à très bien

[23] L'exemple de Google, encore, est emblématique. L'introduction, en août 2004, a permis une levée de fonds pour les actionnaires initiaux de 1,6 milliards $ qui a généré aussitôt une valorisation boursières de 23 milliards $ mais l'objectif était précisément de permettre aux investisseurs initiaux de rentabiliser leur investissement non de financer la société qui n'avait déjà plus besoin d'apport en capital pour développer son activité.

[24] La principale source de rémunération de l'actionnaire et plus encore des acteurs de marché repose sur les différences de cours, plus que sur les dividendes. La variation de la valeur d'une action sur une seule séance peut représenter plusieurs années de dividendes. C'est cela qu'achètent principalement les acteurs de marché.

[25] Nous employons ici le terme « marché action » de façon générique et non au sens strict. Il faudrait en effet inclure ici les titres générés par des offres publiques (notamment les échanges d'actions), dont les modalités sont plus régulées que sur un marché classique.

[26] Contrairement aux acteurs de marché purs (traders) qui sont, *a priori*, indifférents à la hausse ou à la baisse des cours (Weber, 2010), les banques ont plutôt intérêt à ce que les marchés soient en croissance. Indépendamment de la santé des firmes, qui est *a priori* le critère premier, les augmentations de capital ont plus de chance de réussir et seront plus fréquentes sur des marchés haussiers que sur des marchés baissiers. Ainsi,

vu Hilferding, mais qui a rarement été relevé par les sociologues[27]. Dans le passage cité précédemment, l'auteur ne parle pas uniquement du crédit et de la participation au capital dans le rapport financier des banques à l'industrie, mais, tout autant, des autres prestations financières « en rapport avec les émissions ». Qu'entend-il par-là ? Lorsqu'une entreprise entreprend d'introduire des actions sur les marchés financiers, elle le fait rarement elle-même. Elle passe par un intermédiaire[28] qui fait l'avance en capital et qui « place » ensuite les titres auprès de ses clients ou d'autres investisseurs (assureurs[29], fonds divers, clients des banques de dépôts). Le métier originel des banques de marché est de servir d'intermédiaire entre les entreprises et les actionnaires, non d'être elles-mêmes actionnaires. Ces opérations, pour Hilferding, sont les plus lucratives, car, contrairement aux autres métiers de la banque, elles comportent un minimum de risques et surtout elles associent la banque au « bénéfice du fondateur ». La banque se contente d'avancer le capital demandé par la firme en échange de ses actions puis de revendre ensuite les actions auprès des investisseurs (petits porteurs, fonds d'investissements, compagnie d'assurance) tout en encaissant de confortables plus-values. Ce procédé est si intéressant que les banques cherchent

l'entretien des marchés financiers à la hausse est pour les banques une source continue de profits. Mais plus encore, cet entretien peut devenir le cœur des stratégies bancaires au point de faire passer au second rang le financement des firmes au profit de celui des marchés. Voilà pourquoi les banques n'ont eu de cesse d'animer les marchés par l'introduction de nouveaux produits financiers qui ont d'abord pour but de financer les marchés eux-mêmes avant les entreprises au point de s'en trouver fortement dé-corrélé. La valorisation des actions peut venir d'un arbitrage avec d'autres valeurs mais il peut aussi venir d'une augmentation de la masse monétaire disponible sur les marchés financiers, par exemple de la hausse de l'épargne ou des encours de crédits sur les produits financiers et plus sûrement encore des émissions de la banque centrale. L'augmentation de la masse monétaire est toujours profitable pour une banque. Pour autant, cette augmentation de la masse monétaire sur les marchés ne se répercute jamais totalement sur l'activité des entreprises. Si l'augmentation du capital financier peut avoir un effet sur l'augmentation du capital productif, ce rapport n'est jamais d'un pour un. Pour les entreprises non cotées, l'effet peut être en revanche dramatique, car plus les banques mobiliseront leurs ressources pour financer les marchés, moins elles en auront pour les autres activités. Au final, les marchés financiers sont des trappes à liquidité pour l'activité économique et c'est bien ce que semble confirmer la crise financière actuelle.

[27] Il est vrai que la traduction anglaise du passage cité précédemment insiste davantage sur les rapports de crédits et d'actionnariat entre banques et industrie, que sur l'intermédiation boursière.

[28] Cet intermédiaire n'est ni uniquement, ni nécessairement une banque « classique » entendu comme établissement de dépôts et de crédit. Il a existé, suivant les époques et les pays, une grande variété d'intermédiaires financiers permettant d'établir le lien entre les entreprises et les marchés. Par contre les banques et les assurances, en tant que pourvoyeuses de monnaie et principaux collecteurs d'épargne sont nécessairement l'épine dorsale du système, même s'ils ne jouent pas directement le rôle d'intermédiaire. Aux États-Unis, par exemple, l'animation du marché, le courtage et l'escompte sur titre ont longtemps été pratiquées par des institutions financières qui n'étaient pas des banques : Lehman Brothers, Merryl Lynch, Goldman Sachs entre autres.

[29] Les sociétés d'assurance jouent un rôle éminent dans la structuration des marchés financiers mais sur un terrain différent de celui des banques. Elles ont pour mission de placer des capitaux supposés couvrir des risques ou des besoins à venir, elle sont parmi les premiers usagers des marchés financiers même si elles ne sont pas tenues d'y recourir, rien ne leur interdit en effet de détenir des actifs immobiliers et industriels en biens propres. Les compagnies d'assurances pourvoient le marché en liquidité en jouant un rôle d'intermédiation de l'épargne. Plus le marché émet et plus ces émissions sont couvertes par le crédit, plus la part des apports des compagnies d'assurance dans l'alimentation de celui-ci se réduit, ce qui peut pousser certaines à se financiariser en proposant à leur tour des produits financiers relevant plus des instruments de marchés que de la gestion d'un risque pour compte de tiers (comme AIG dans les années 2000).

généralement à se libérer des risques de créances en demandant aux entreprises de convertir tout ou partie de leur dette en action[30]. En siégeant dans les conseils d'administration, les banques gardent la mainmise sur ces émissions de titres. Ce type de contrôle est bien loin d'un contrôle lié au crédit ou à la participation au capital. Ici, la banque est moins intéressée par la stratégie de l'entreprise que par la fréquence et le montant des émissions. Seul lui importe le pari que les investisseurs sont prêts à faire sur les bénéfices de l'entreprise. A y regarder de près, les augmentations de capital via le marché appellent moins que les autres modes de financement externes (crédit et participation au capital) le contrôle des banques. En revanche, l'émission de titres requiert des relations étroites de confiance entre l'entreprise émettrice et l'intermédiaire financier. La banque joue son crédit dans le placement des actions qui doivent être émises au « juste » prix, c'est-à-dire conformément aux bénéfices attendus. De son côté, l'entreprise doit respecter sa promesse, non seulement vis-à-vis des actionnaires, mais plus encore vis-à-vis des institutions financières dans leur ensemble, qui lui apportent leur crédit. C'est pourquoi les émissions de titres se font généralement sur un prix inférieur à celui auquel les marchés pourraient les valoriser. Cela permet aux souscripteurs de toucher un bénéfice à la revente sans attendre les éventuels dividendes.

Avant toute question de contrôle, les banques occupent structurellement une position de premier plan dans la vie des sociétés cotées. Or les *interlocking directorates studies* portent presque exclusivement sur des sociétés présentes en bourse, en particulier pour les pays anglo-saxons où cette centralité a été la plus attestée et la plus discutée. Ainsi, indépendamment des rapports de dette et de participation au capital, qui ne concernent jamais toutes les entreprises au même niveau, il existe incontestablement un lien d'interdépendance structurel entre institutions financières et sociétés cotées.

Les métiers de la banque

Le rôle structurel des banques dans l'économie capitaliste ne s'arrête pas là. Avant même les citoyens des sociétés occidentales qui ont tous, aujourd'hui, un compte en banque, et en sont donc dépendants pour l'ensemble de leurs transactions financières, les grandes entreprises se sont vite trouvées dans l'obligation de passer par une ou plusieurs banques pour assurer

[30] Les banques peuvent en outre ouvrir un crédit aux investisseurs pour qu'ils acquièrent les titres. Ce faisant, elles continuent cependant à limiter les risques par rapport à un prêt direct auprès de l'entreprise, car d'une part ce crédit est disséminé, d'autre part les emprunteurs peuvent toujours revendre leur titre et placer leur capital sur des activités plus profitables. En prêtant directement aux entreprises, les banques restent soumises aux aléas de leur activité, alors qu'en prêtant aux investisseurs elles sont liés aux marchés financiers, domaines qu'elles maîtrisent beaucoup mieux que n'importe quel autre secteur. En revanche, le système bancaire dans son entier devient dépendant de la bonne tenue des marchés boursiers plus que de l'activité économique. La crise financière que nous traversons en est une parfaite illustration.

l'ensemble de leurs opérations financières et plus généralement accéder à la monnaie. Suivant la théorie monétaire à laquelle Hilferding se rattache et qui est toujours en vigueur de nos jours, la banque a d'abord pour fonction de mettre à disposition des acteurs économiques les quantités de monnaie « nécessaires » à leur activité. De ce point de vue, la banque exerce trois types de fonction auprès des entreprises[31]. En premier lieu, elle assure l'ensemble des opérations financières courantes (tenue de compte, trésorerie, escompte, traite). Il s'agit là d'un métier traditionnel, celui visant à assurer la « liquidité » des échanges en apportant la quantité de monnaie nécessaire aux transactions. En second lieu, elle peut offrir un crédit de capital, entendu ici comme capital utilisé par l'entreprise pour financer son activité (salaires, fournitures, machines, etc…). Ce capital est alors immobilisé et oblige la banque à une relation durable avec l'entreprise. Des deux partenaires, c'est généralement la banque qui est en position de force, mais les engagements auprès d'une entreprise peuvent être tels que le rapport peut s'inverse. En tout état de cause, il convient plus certainement de parler de relations d'interdépendances, même si elles sont asymétriques. L'intérêt principal de la banque dans ce type d'activité n'est pas tant le crédit concédé en lui-même, que, à l'instar des crédits faits aux particuliers, la relation durable qu'elle noue avec l'entreprise pour toutes les autres opérations financières. Mais surtout, on oublie trop souvent que les crédits concédés aux marchés financiers dépassent de très loin celui fait aux entreprises, sans que l'on puisse assimiler, comme nous l'avons vu, ce crédit financier au crédit productif. Le troisième métier des banques, enfin, est l'intermédiation sur les marchés financiers où la banque avance le capital correspondant à l'émission de titres. Contrairement au cas précédent, il ne s'agit pas pour la banque d'un capital immobilisé, puisque les actions achetées par la banque sont aussitôt « placées » auprès d'autres porteurs, la banque se contentant d'encaisser une commission importante. Dans les trois cas, il y a mise à disposition par la banque de quantités de monnaie correspondant aux divers types de besoins. Les raisons économiques qui justifient la centralité des banques ne s'arrêtent donc pas aux opérations de crédit ou même aux émissions de titres, mais relèvent, au moins dans les systèmes économiques, modernes de la nature profonde du mode d'émission monétaire.

LES BANQUES ET L'EMISSION MONETAIRE

L'émission monétaire dans les systèmes économiques modernes

Pour de nombreux penseurs que l'on ne peut guère taxer de marxistes – comme Schumpeter, Keynes ou Friedmann – la

[31] Rappelons que toutes les banques n'exercent pas nécessairement ces trois métiers en même temps. Certaines se sont spécialisées dans tel ou tel métier parfois sous l'effet de la réglementation.

monnaie n'existe pas par elle-même : elle est constamment créée et détruite par les banques. Schumpeter (2005) propose une allégorie tout à fait éclairante de ce mécanisme. Il considère un marché se tenant une fois par semaine et dans lequel toute la production de la semaine écoulée serait échangée. La banque fournirait au début du marché la quantité de monnaie nécessaire aux échanges (création de la monnaie) sous forme d'escompte des biens produits. Tous les biens ayant été achetés au cours du marché, chacun serait en mesure de rembourser son escompte et il n'y aurait plus d'argent en circulation (destruction de la monnaie). Bien entendu, la vie économique ne correspond pas à cette robinsonnade. Les échanges se tiennent en permanence et les quantités de monnaie en circulation sont sans cesse détruites et crées. La question cruciale est alors celle de la quantité de monnaie devant être émise pour satisfaire aux échanges. De fait, les vifs débats qui occupent le champ de la théorie monétaire ne portent pas sur cette conception fondamentale de la monnaie comme instrument symbolique de l'échange, mais sur les motifs et les conditions de l'émission monétaire. Le système bancaire dans son ensemble contrôle donc non seulement l'accès à la monnaie mais encore contribue-t-il matériellement à la quantité de monnaie disponible. Cela est vrai d'un système bancaire privé comme public, seul le profil des décideurs change éventuellement[32]. Cette capacité des banques à créer de la monnaie, quasiment *ad volem*, n'est possible que dans une économie qui accepte la monnaie crédit auto-référencée. C'est-à-dire qu'il est reconnu aux banques la possibilité de prêter des quantités d'argent qui ne correspondent que partiellement à leur fond de réserve. Autrement dit, il s'agit de création monétaire pure. Cette faculté extraordinaire octroyée aux banques est assimilable pour Stiglitz et Weiss (1998) à une sorte de privilège qui ne peut être justifié en en dernière analyse que par les services que les banques rendraient à l'économie dans son ensemble :

« *While allowing banks to have only partial reserves amplifies the macro-economic impact of bank policies, the positive externalities provided by the screening and monitoring actions of banks suggest that allowing banks seigniorage rights (less than 100% reserve requirements) may be justified as a third-best solution to the problem of providing the proper incentives for bank financed investment in the presence of important positive externalities generated by bank debt* » (Stiglitz & Weiss, 1998, p. 8)

L'habillage néo-classique de l'explication économique joue ici davantage comme un

[32] Dudouet & Grémont (2010) ont montré que la privatisation du système bancaire français ne s'était pas accompagné d'un changement de dirigeants, puisque ce sont les hauts fonctionnaires en charge de la politique monétaire de la France dans les années 1970-1980 qui se sont retrouvés à la tête des banques privatisées dans les années 1990-2000. Voir aussi Lebaron (2010) sur les profils des banquiers centraux qui se jouent aisément du statut des banques centrales.

écran de fumée que comme une élucidation du phénomène. La référence malicieuse à un « droit de seigneuriage » des banques n'exprime en effet rien d'autre que l'existence d'un monopole sur l'émission de la monnaie de crédit. Les beaux modèles d'optimisation tiennent pour acquis qu'une certaine catégorie d'acteur social se voit conférer un privilège exclusif : celui de tirer profit de la création monétaire. N'en déduisons pas pour autant un pouvoir omnipotent et arbitraire des banques sur l'ensemble de l'économie. L'exercice d'un privilège comme les formes d'autorité sont rarement, ou pas durablement, l'expression d'une volonté s'imposant unilatéralement à d'autres (Weber, 1995)[33]. Pour être durable, il exige non seulement l'adhésion au moins implicite de ceux qui y sont soumis, mais, plus encore, une forme de partage dans la mise en œuvre, autrement dit une forme de distribution de ses bénéfices à la manière dont un chef de guerre s'emploie à redistribuer le butin. De ce point de vue, c'est bien une configuration oligopolistique que dévoile la « centralité bancaire », dont la raison d'être est l'allocation des bénéfices immédiats ou secondaires conférés par le pouvoir d'émission.

Centralité bancaire et interdépendances asymétriques

Depuis longtemps, les économistes ont placé la question de la disponibilité et de l'accès à l'information au cœur de leur réflexion sur la fixation des prix (Akerlof 1970). Or, sur cette question, les institutions financières, en tant que professionnels de l'argent, occupent une position tout à fait particulière et avantageuse. La banque est sur le plan pratique un outil de centralisation de l'information économique, qu'il s'agisse de la tenue des comptes ou de la gestion des risques correspondant à l'économie au sens large. Cette centralisation de l'information lui permet de fonder un avantage comparatif sur le terrain de la connaissance et de la fixation du « prix » de l'argent par rapport aux autres entreprises avec lesquelles elle est en affaires. Or, aucun manager, aussi « expert » soit-il dans sa partie ne peut ignorer qu'il devra, sur ce sujet, s'en remettre à la connaissance des financiers, comme le patient au médecin. Il ne s'agit pas d'une expertise parmi d'autres : elle est au cœur du système capitaliste, en ce sens qu'aucun agent ne peut engager d'action sans présumer d'un niveau des prix (inflation, coût du crédit, etc...) qui sert absolument d'étalon aux rendements qu'il peut envisager. Un financier peut fort bien se permettre d'ignorer

[33] On notera que Weber tend à refuser son concept de « domination » au pouvoir que les banques peuvent exercer en vertu de leur position monopolistique (Weber 1995 p. 287). Weber (2014) va même jusqu'à parler explicitement du monopole exercé sur le loyer de l'argent par la banque centrale en considérant là encore qu'il ne s'agit pas d'une domination pleine et entière au sens où elle n'appellerait pas l'assujettissement explicite de ceux qui y ont recours. Il est très probable que Weber influencé par la pensée de Böhm-Bawerk ait considéré que toute forme de monopole économique fut foncièrement illégitime et que pour cette raison il ait exclu le pouvoir des banques des formes de domination légitime. Pourtant, force est de constater que dans le monde de la finance le monopole des banques sur l'émission monétaire n'est guère contesté, au point que l'on puisse considérer qu'il existe une croyance véritable en la légitimité des banques à détenir le monopole de l'émission monétaire.

tel ou tel aspect du fonctionnement technique d'une activité particulière, aucun agent économique ne peut soutenir la position inverse. Comme comptable, teneur de compte, évaluateur du risque et plus encore émetteur de monnaie, le financier est au centre de l'information économique, que ce soit dans une économie de marché libéralisée ou un système plus ou moins administré. Si l'on considère l'organisation sociale des marchés financiers sous l'angle de l'utilisation rationnelle du capital relationnel que représente l'entregent des conseils autant que comme espace de représentation symbolique du pouvoir économique, alors la relation avec un banquier est un geste qui est dans la « nature des choses » et elle témoigne autant de la volonté d'afficher des rapports avec un milieu social stratégique que de profiter éventuellement de son expertise. Les institutions financières, dans leur ensemble, détiennent un avantage informationnel qui influe sur le prix de l'argent et des actifs mobiliers, ce qui les place au centre de l'activité économique et leur confère un pouvoir au moins équivalent à ce que peut apporter les créances et la participation au capital. Que ce soit par leurs métiers de financement de l'activité économique (tenue de compte, crédit), leurs rôles d'intermédiaire et de financier des marchés de valeurs, leur connaissance sur le prix de l'argent et plus généralement comme professionnels de l'émission et de l'allocation de la monnaie, les institutions financières sont au cœur des systèmes économiques modernes. La dette et la participation au capital. Ces dernières ne sont, de ce point de vue, que des manifestations contingentes et non nécessaires de la position des banques Leur pouvoir sur l'émission monétaire les place *de facto* au cœur des systèmes économiques modernes. Pour autant, on aurait tort de voir dans ce rôle structurel l'expression d'un pouvoir absolu et unilatéral.

Ce que révèlent les interlocks au travers de la centralité bancaire est plutôt une structure de relations d'interdépendances asymétriques organisées autour des logiques d'émission monétaire. Il apparaît en effet que les entreprises non financières ne peuvent guère se passer des institutions financières et, inversement, celles-ci, au moins, jusqu'à une date récente trouvent chez les premières leurs plus importants clients, juste après les États. Même si toutes les banques et toutes les industries ne sont pas liées les unes aux autres, il y a là un motif économique structurel qui rend compte de leur mise en relation. De plus, comme les banques sont toujours moins nombreuses que toutes les autres entreprises réunies, elles tendent toujours à apparaître plus centrales que les autres. Nous dirons qu'il existe entre banques et industrie une relation fonctionnelle motivée par les principes de l'émission monétaire, quelle qu'en soit la forme (tenue de compte, crédit, actionnariat, intermédiation financière, etc.). En revanche, les relations entre entreprises non financières n'ont rien de

systématiques. Certes il peut exister des motifs structurels dans certains secteurs, entre un client et son fournisseur, voire des relations financières et capitalistiques, mais cela ne concerne jamais toutes les entreprises industrielles les unes vis-à-vis des autres. Nous dirons que les liens entre firmes non financières sont circonstanciels. Enfin, les relations entre institutions financières ont, quant à elles, un caractère systémique, en raison même du risque systémique que recouvre tout système d'émission monétaire par le crédit (Schumpeter, 2005). Du fait même de la monnaie crédit, les banques se trouvent automatiquement liées les unes aux autres, sans que ce lien soit nécessairement objectivé par des relations d'affaires directes, ni incarnées par des interlocks. Suivant cette démarche les institutions financières apparaissent comme les clefs de voûte des réseaux d'administrateurs, non pas en raison du contrôle direct qu'elles exerceraient sur les entreprises non financières, mais en raison du rôle particulier qu'elles jouent dans la circulation de l'argent, à commencer par le monopole qu'elles détiennent sur l'émission monétaire. Dès lors, comment rendre compte des fortes variations de la "centralité bancaire", telles qu'elles ont pu être observées, tout particulièrement aux États-Unis ? De même, comment interpréter la baisse tendancielle des interlocks depuis le début des années 1970 ?

Évolutions de la "centralité bancaire" et accès à la monnaie

La monnaie comme instrument symbolique de l'échange est créée et détruite à chaque instant, si bien que la quantité de monnaie disponible effectivement en circulation fluctue considérablement. Les relations d'interdépendances entre banques et industrie sont très dépendantes de ces flux, autrement dit des conditions générales d'accès à la monnaie. Nous assumons à titre de discussion que dans les périodes où la monnaie se fait rare, la centralité bancaire tendra à augmenter, les relations sociales venant au secours du déficit d'un accès facile à la monnaie. Inversement dans les périodes d'expansion monétaire, l'abondance de capitaux rend les relations privilégiées avec les institutions financières moins primordiales.

C'est ainsi que l'on peut relire l'étude de Mizruchi (1982). La forte centralité bancaire qu'il constate, à l'instar du comité Pujo, avant la première guerre mondiale correspond à une époque de croissance fantastique mais aussi de difficultés chroniques de financement dans un système monétaire fragile. La baisse des interlocks entre les années 1912 et 1935 est certainement d'abord attribuable au Clayton Act adopté en 1914, mais cette période correspond aussi à la mise en place d'un système monétaire plus efficient sous l'égide de la FED et surtout à un afflux considérable de capitaux en provenance d'Europe. La crise de 1929 est d'abord une crise du crédit, autrement dit une phase de destruction

monétaire faisant suite à une phase d'expansion. Mizruchi remarque une nouvelle densification des interlocks jusqu'aux années 1970, avec des liens entre entreprises financières et non financières en forte augmentation entre 1935 et 1964. Jusqu'en 1971, les États-Unis connaissent une relative stabilité monétaire, renforcée par les accords de Bretton Woods qui lient le dollar à l'or. La sortie de l'étalon or introduit une nouvelle phase d'expansion monétaire qui malgré les crises de 1987 et 1999-2000 n'a vraiment éclaté qu'en 2007. Durant toute cette période les interlocks n'ont cessé de diminuer aux Etats-Unis et la centralité bancaire, même si elle n'a pas disparu, s'est effondrée (Davis & Mizruchi, 1999). La corrélation est trop étroite pour relever du hasard.

Le déclin tendanciel des réseaux d'administrateurs est une question cruciale, car il peut signifier que la gestion de la monnaie destinée aux grandes entreprises ne repose plus sur une discipline de conseil (White, 1992). Il est probable qu'une nouvelle forme d'allocation de la monnaie se soit progressivement substituée à la collégialité des interlocks. On assiste, depuis une quarantaine d'années, à une bureaucratisation phénoménale de la finance dont le point d'orgue a certainement été la crise de 2008 et la faillite de Lehman Brothers. Une banque de cette taille n'aurait certainement pas fait banqueroute en 1907. Que le monde des affaires américain ait été incapable de la sauver ou tout simplement ne l'ait pas voulu montre assez que ce monde avait cessé d'exister en tant qu'espace social cohérent et solidaire. Cet échec de la collégialité du monde des affaires américains se traduit aujourd'hui par une dépendance complète des marchés et de ses agents à l'égard des émissions monétaires de la banque centrale[34], au point que la valeur des titres et pas seulement celle des actions soient plus corrélées à la masse de monnaie disponible qu'à la santé financière des émetteurs : firmes ou État.

Le phénomène de bureaucratisation de la finance n'a bien sûr pas commencé en 2008. Il suit un mouvement bien plus ancien qui a vu peu à peu l'entregent et le crédit personnel faire place à des outils rationnels de gestion. On peut distinguer plusieurs indices allant en ce sens. En premier lieu, les efforts de normalisation technique ont pu contribuer à dévaloriser les relations interpersonnelles de confiance au profit des procédures formelles d'identification et de contrôle. Ainsi, la constitution du réseau SWIFT, mis en place en 1973, a permis de codifier et normaliser la messagerie interbancaire tout en attribuant une identité unique et universelle aux clients des banques (codes BIC et IBAN). De même,

[34] Nous parlons de dépendance à l'égard des émissions et non de la banque centrale. Le pouvoir sur la *Federal Reserve* repose en effet sur des mécanismes bien plus complexes que la seule autorité de ses membres et qu'il conviendrait d'explorer pour eux-mêmes. Il n'est d'ailleurs pas interdit que l'on retrouve une certaine forme de collégialité mais sans doute réduite aux acteurs les plus puissants de la finance. Il n'en demeure pas moins que les banquiers centraux occupent aujourd'hui une position centrale dans le champ économique (Lebaron, 2010).

la création du Comité Cooke en 1974 (à l'origine du Comité de Bâle) a posé les bases d'une normalisation chronique des instruments de contrôle monétaire (ratios, indicateurs, outils de rating, etc.)[35]. Les institutions de normalisation constituées au moment de la décorrélation du dollar ont ainsi marqué une interdépendance accrue entre les établissements financiers et les banquiers centraux, eux-mêmes de plus en plus coordonnés au sein de la Banque des Règlements Internationaux créée en 1930. En second lieu, l'essor de la finance depuis une quarantaine d'année s'est accompagné d'une division accrue du travail des agents de la finance. La dématérialisation des bourses de valeurs, si elle a permis d'intensifier les échanges, s'est aussi traduite par une nouvelle organisation du travail, favorisant la décomposition de l'activité de négoce sur les marchés (*front, midle, back office*). La démultiplication des produits et instruments financiers (ex : dérivés et marchés de produits à termes) contribue aussi à segmenter le monde de la finance, même si ces innovations demeurent contrôlées par un petit nombre d'organisations (Oubenal & Deville, 2012). La bureaucratisation de la finance met donc en place un nouveau complexe industriel. Une solidarité organique entre agents de la finance se substitue à la solidarité mécanique que l'on retrouvait par exemple dans la responsabilité collective de la compagnie des agents de change jusqu'aux années 1980 (Lagneau-Ymonet & Riva, 2010). La responsabilité individuelle n'est plus recherchée que dans les cas d'infraction aux règles bureaucratiques (affaire Kerviel) ou d'escroquerie financière massive[36]. L'évolution des formes de solidarité et de responsabilité accuse ainsi les contrastes historiques en matière d'organisation sociale de la finance. Les règles sociales des «Gentlemen de la banque» (Pak, 2013) sont bel et bien derrière nous.

CONCLUSION

Avec le déclin des interlocks, ce sont peut-être les fondements mêmes du capitalisme financier en Occident qui sont remis en cause. Pourtant il faut continuer de faire vivre les marchés, ou plus exactement ceux qui voient leur rémunération en dépendre. De là, des outils de concentration et de valorisation du capital qui n'ont plus pour seul objectif que la perpétuation du système qui les a créé. Si on entend par capitalisme moderne un système social et juridique permettant une concentration optimale du capital en vue d'augmenter la productivité et de permettre des réalisations inatteignables autrement (canaux, chemin de fer, sidérurgie, automobile, etc...), il est un fait que ce système atteint un palier. La disparition des

[35] Accords de Bâle I en 1988, accords de Bâle II 2004 et accords de Bâle III 2010, voir notamment Balthazar (2006).

[36] La pyramide de Ponzi montée par Madoff en est un cas emblématique. Sur les relations de confiance interpersonnelles mobilisées dans ce type de montage voir Comet (2011).

interlocks peut s'apprécier à cette aune[37]. Les années 2000 sont ainsi apparues comme celles d'un changement profond de la régulation de l'émission monétaire. Que ce soit par les normes ou la division du travail, la « rationalisation » de la finance a certainement contribué à modifier les conditions d'émission monétaire.

Ce qui disparaît sous nos yeux en Europe, après les États-Unis, est une forme collégiale de contrôle de l'émission monétaire. Aux États-Unis, la financiarisation a achevé de faire disparaître le petit milieu de la *corporate elite* (Mizruchi, 2013) et les grandes corporations sont parfois considérées comme perdant leur raison d'être (Davis, 2013). Quoiqu'il en soit, on peut se demander si la disparition des interlocks sera limitée à l'Occident et si elle est irrémédiable. Il n'en demeure pas moins qu'une grande partie de la réponse réside dans les mécanismes sociaux de l'émission de la monnaie.

[37] Il est particulièrement intéressant que le sociologue qui, dans les années 1980, adressait les plus violentes critiques aux *interlocking directorate studies*, Arthur Stinchcombe, a été un chantre des nouveaux mécanismes de création monétaire et d'organisation de la liquidité (Stinchcombe et Carruthers 1999). Les deux auteurs prenaient pour modèle d'efficience financière les instituts de crédits immobiliers, Fanny Mae et Freddy Mac, qui furent quelques années plus tard étroitement associées à la crise des *subprimes*.

BIBLIOGRAPHIE

Ackerlof G., (1970), "The Market for "Lemons", *Quaterly Journal of Economics*, 84-3. 488-500.

Aglietta M., Orléan A., (1998), *La monnaie souveraine*, Paris, Odile Jacob.

Balthazar L., (2006). *From Basel 1 to Basel 3*. Palgrave Macmillan.

Bearden J., Atwood W., Freitag P.; Hendricks C., Mintz B., Schwartz M., (1975), "The Nature and Extent of Bank Centrality in Corporate Networks", Paper to the American Sociological Association. (non publié)

Berle A. A. Jr., Means G. C. (1982) [1932], *The Modern Corporation and Private Property*, New York, The MacMillan Company.

Burnham J., (1941), *The Managerial Revolution*, Cambridge, Belknap Press of Harward.

Comet C., (2011), "Anatomy of a Fraud : Trust and Social Networks", *Bulletin de méthodologie sociologique*, 110. 45-57.

Durkheim E., (1988) [1894], *Les règles de la méthode sociologique*, Paris, Flammarion.

Davis G. F., Mizruchi M. S., (1999), "The Money Center Cannot Hold: Commercial Banks of Corporate Governance", *Administrative Science Quarterly*, 44. 215-239.

Davis G. F., (2013), "After the Corporation", *Politics & Society*, 41. 283-308.

Dudouet F.-X., Grémont E., (2010), *Les grands patrons en France. Du capitalisme d'État à la financiarisation*, Paris, Editions Lignes de Repères.

Dudouet F.-X., Grémont E., Vion A., (2012), « Les administrateurs d'entreprises financières, intermédiaires privilégiés dans les réseaux d'affaires européens », in Mendez A., Tchobanian R., Vion A. (dir.), *Travail et compétences dans la mondialisation*, Armand Colin, Collection Recherches, 2012. 35-46.

Elias N., (1990) [1939], *La dynamique de l'Occident*, Paris, Pocket.

Elias N., (1993) [1970], *Qu'est-ce que la sociologie?* Paris, Pocket.

Farina V., (2009), "Banks' centrality in Corporate Interlock: Evidences in Italy", Working Paper posted on *Social Science Research Network*, February 15, 2009.

Fennema M., Schijf H., (1979), "Analysing Interlocking Directorates : Theory and Methods", *Social Networks*, 1. 297-332.

Heinze T., (2004), "Dynamics in the German system of corporate governance? Empirical findings regarding interlocking directorates", *Economy and Society*, 33-2. 218-238.

Heemskerk E. M., (2007) *Decline of the Corporate Community. Network Dynamics of the Dutch Business Elite*. Amsterdam, Amsterdam University Press.

Hilferding R., (1970) [1910], *Le capital financier : étude sur le développement récent du capitalisme*, Paris, Édition de Minuit.

Jeidels O., (1905), *Das Verhältnis der Deutschen Grossbanken zur Industrie mit besonderer Berücksichtigung des Einsenindustrie*, Leipzig.

Lagneau-Ymonet P., Riva A., (2010), *Histoire de la bourse*, Paris, La Découverte.

Lazega E., (2001), *The Collegial Phenomenon. The Social Mechanism of Cooperation among Peers in a Corporate Law Partnership*, Oxford, New York,

Oxford University Press.

Lebaron F., (2010), *La crise de la croyance économique*, Éditions du Croquant.

Lénine, (1979) [1917], *L'impérialisme, stade suprême du capitalisme*, Paris, Moscou, éditions sociales, édition du progrès

Longuet S., (2006), "Les économistes autrichiens (1870-1940), *Cahiers d'économie politiques*, 51. 7-25.

Mariolis P., (1975), "Interlocking directorates and the control of corporations", *Social Science Quarterly*, 56. 425-439.

Mintz B., Schwartz M., (1985), *The Power Structure of American Business*, Chicago, Chicago University Press.

Mizruchi M. S., (1982), *The American Corporate Network, 1904-74*, Beverly Hills, Sage.

Mizruchi M. S., (1996). "What Do Interlocks Do? An Analysis, Critique, and Assessment of Research on Interlocking Directorates", *Annual Review of Sociology* 22: 271-298.

Mizruchi M. S., (2004), "Berle and Means Revisited : The Governance and Power of Large U.S. Corporations", *Theory and Society*, 33. 579-617.

Mizruchi M. S., (2013), *The Fracturing of the American Corporate Elite*, Harvard University Press.

Mokken R. J., Stokman F. N., (1978), "The 1972 Intercorporate network in the Netherlands (Traces of Power IV)" Working paper.

Orléan A., (1999), *Le pouvoir de la finance*, Paris, Odile Jacob.

Oubenal M., Deville L., (2012) « Legitimizing an Ambiguous Financial Innovation : the case of Exchange Traded Funds in France », Richard C., Huault I., (dir.), *Finance : The Discreet Regulator. How Financial Activities Shape and Transform the World*, Basingstoke. 212-232.

Pak S., (2013), *Gentlemen Bankers: The World of J. P. Morgan*, Harvard University Press.

Pujo Committee, (1913), House Report N°1593, 62nd Congress, 3rd Session, Washington D.C., Government Printing Office.

Rinaldi A., Vasta M., (2005). "The Structure of Italian Capitalism, 1952-1972: New Evidence Using the Interlocking Directorates Technique", *Financial History Review*, 12-2. 173-198.

Carruthers B. G., Stinchcombe A. L., (1999), "The social structure of liquidity: Flexibility, markets and states", *Theory and Society*, 28. 353-382.

Schumpeter J. A., (2005), *Théorie de la monnaie et de la banque*, Paris, L'Harmattan.

Scott J., (1995), *Les élites dans la sociologie anglo-saxonne*, in Suleiman E. N. ; Mendras H. (dir.), *Le recrutement des élites en Europe*, Paris, La Découverte.

Scott J., (1997), *Corporate Business and capitalist classes*, Oxford, Oxford University.

Simiand F., (1932), *Le salaire, l'évolution sociale et la monnaie : essai de théorie expérimentale du salaire introduction et étude globale*, Paris, Alcan.

Simmel G., (2007) [1900], *Philosophie de l'argent*, Paris, PUF.

Stiglitz J. E., Weiss A., (1998), "Bank as social accountants and screening devices for the allocation of credit", NBER Working Paper N°2710, National Bureau of Economic Research.

Théret B., (2008), "Les trois états de la monnaie. Approche interdisciplinaire du fait monétaire", *Revue économique*, 59-4. 813-841.

Théret B., (2014), « Pourquoi on ne peut sortir de la crise financière qu'en sortant de la globalisation financière elle-même : un argumentaire », *Teorica Politica*. (A paraître).

Weber M., (1995) [1964], *Economie et société*, Paris, Pocket.

Weber M., (2010) [1894 et 1896], *La Bourse*, Paris, Allia.

Weber M., (2014) [2005], *La Domination*, Paris, La Découverte.

White H., (1992), *Identity and Control : A Structural Theory of Social Action*, Princeton, Princeton University Press.

Zeitlin M., (1974), "Corporate Ownership and Control: The Large Corporation and the Capitalist Class", *American Journal of Sociology*, 79-5. 1073-1119.