

**MICHEL ALBOUY**

IAE Grenoble, université Pierre Mendès France



# Concilier finance et management

Que la *Revue française de gestion* ait décidé de consacrer un numéro entier au thème « concilier finance et management » est révélateur du fait que le monde de l'entreprise et de ses managers s'est éloigné de celui de la finance et réciproquement. Jamais la sphère financière n'a paru – à tort ou à raison – fonctionner autant que pour elle-même en totale déconnexion avec le monde dit « réel » celui des entreprises.

La faute à la crise? Oui, mais laquelle? Sans remonter trop loin dans le temps: celle du Japon en 1990, celle de l'Asie du Sud-Est en 1998, celle due à l'éclatement de la bulle Internet en 2000, ou la dernière déclenchée par les crédits *subprimes* aux États-Unis en 2007-2008? Les « crises » semblent se succéder de plus en plus vite. Et si ces crises étaient le résultat d'un

monde en profonde mutation, qui craque et qui change de plus en plus vite? Peut-être, mais cette problématique concerne surtout les économistes. Au-delà de l'explication macro-économique, nombreux sont ceux qui dénoncent la « financiarisation » croissante des entreprises industrielles et commerciales et la montée en puissance des actionnaires.

Lorsque Jean-Claude Tarondeau, alors rédacteur en chef de la RFG, m'a proposé de coordonner un numéro spécial qui porterait sur le thème concilier finance et management, j'ai d'emblée accepté avec enthousiasme car depuis plusieurs années j'ai effectivement le sentiment d'un divorce entre la finance et le management. Cela est vrai dans l'entreprise mais également dans le monde académique. Sur ce thème, nombreux sont les économistes à s'exprimer

dans les médias. Rares sont les gestionnaires à le faire. Il faut dire que les sciences de gestion sont maintenant bien segmentées pour ne pas dire cloisonnées : à chacun son domaine. Dans les colloques, les financiers parlent aux financiers, les stratèges aux stratèges, les chercheurs en marketing aux spécialistes en marketing, les spécialistes de GRH aux chercheurs en GRH, etc. Bref, on ne se parle plus beaucoup entre spécialistes des grands champs disciplinaires des sciences de gestion. Dans les écoles et les universités on espère que les étudiants feront la synthèse par eux-mêmes... Le pari n'est pas gagné, tant les discours ont tendance à diverger faute de compréhension mutuelle. L'idée de départ est le constat qu'un fossé s'est créé entre le monde de la finance et celui du management des entreprises. Ce fossé concerne également les enseignants-chercheurs en finance et ceux du management des entreprises. De là de nombreuses incompréhensions mutuelles. C'est ainsi qu'il est reproché à la finance d'imposer des contraintes de rentabilité insoutenables, d'orienter les choix stratégiques des entreprises dans une perspective essentiellement à court terme, de privilégier indûment les actionnaires, de négliger la responsabilité sociale des entreprises et leur développement durable, etc. Les investisseurs, de leur côté, reprochent aux dirigeants de ne pas gérer dans l'intérêt de leurs mandants, d'exiger des rémunérations excessives, de « manipuler » l'information comptable, etc. Enfin, la société dans son ensemble tend à rejeter la « financiarisation » des entreprises.

Les thèmes couverts par les auteurs du numéro spécial vont de la gouvernance des entreprises, aux relations entre la stratégie et la finance en passant par les stock-

options, les batailles de procuration, les systèmes d'évaluation de la performance, le management des risques, le temps, l'influence religieuse, etc. Avec la crise économique et financière commencée avec les fameux crédits *subprimes* en 2007, amplifiée avec la faillite de la banque Lehman Brothers en septembre 2008 et qui n'est toujours pas terminée, le thème de ce numéro spécial prend naturellement une ampleur particulière.

Comme il est d'usage dans les numéros spéciaux de la RFG, des personnalités du monde des affaires ont été invitées à répondre à un certain nombre de questions en relation avec le thème du dossier. Ce numéro spécial est structuré en quatre grandes parties : 1) concilier finance et management : les fondamentaux, 2) concilier finance et management dans l'entreprise, 3) concilier finance et management avec les exigences des investisseurs, 4) concilier finance et management avec une gouvernance renouvelée. Chaque partie comprend cinq articles.

### **1. Concilier finance et management : les fondamentaux**

Cette première partie s'efforce de replacer le débat entre la finance et le management avec des contributions théoriques voire « fondamentales » permettant une mise en perspective.

En guise de préambule tout d'abord, et face au foisonnement des discours sur la finance, il nous a semblé indispensable de « recadrer » la problématique qui nous intéresse par un article théorique signé par Hubert de La Bruslerie sur le temps, la finance et le management des entreprises. L'objet de cet article, comme le précise l'auteur, est de rappeler la richesse du concept de tempora-

lité dans l'action commune à la finance et à la gestion des entreprises. Cette temporalité dans l'action est en effet un des aspects de la théorie économique des choix. Les études empiriques sur la préférence temporelle des acteurs qu'ils soient consommateurs, investisseurs ou décideurs d'entreprise montrent que la perception des horizons et les préférences temporelles sont évidemment spécifiques et complexes. En particulier l'idée d'une structure de préférence temporelle décroissante est une voie d'ouverture intéressante pour réintégrer le long terme. À l'inverse, le marché financier présente la caractéristique d'un possible biais court-termiste. Il n'est d'ailleurs pas certain que ce biais d'appréhension entraîne un biais de comportement des dirigeants d'entreprise. Le rythme de l'action impose son temps propre au niveau de l'organisation complexe qu'est l'entreprise. La décision n'est pas qu'une réflexion, elle est d'abord une action. Elle engage en ce qu'elle est coûteuse pour l'individu comme pour l'entreprise. Elle engage dans le temps dans la mesure où l'action définit le présent mais emporte en général des conséquences sur l'avenir. La logique des choix individuels ne se limite pas à l'application d'une rationalité exogène parfaite et absolue. L'acteur construit sa rationalité dans l'action. Cette logique est complexe. L'approche des choix reste fondamentalement calculatoire, l'individu comme l'entreprise optimise et pour optimiser il faut évaluer et hiérarchiser. Cependant, cette tendance de fond bute sur les limites du calcul et de l'information. L'émergence d'un choix satisfaisant met fin au processus d'optimisation qui est un absolu impossible à atteindre. Selon Hubert de La Bruslerie, c'est l'idée d'une rationalité limitée qu'il faut retenir en définitive.

La transparence constitue une variable clé du management des organisations. Comme nous le rappellent Jean-Christophe Duhamel, Björn FASTERLING, Catherine Refait-Alexandre dans leur article intitulé « La transparence : outil de conciliation de la finance et du management » tout un chacun plaide pour la transparence. Cette invocation est partagée par les politiques, les juristes, les économistes, les financiers, l'opinion publique. La transparence, souhaitée par tous, et à laquelle personne ne pourrait se soustraire, est devenue synonyme de morale des affaires, spécifiquement à l'adresse des dirigeants des grandes sociétés cotées. Elle serait alors un outil de rédemption contemporain de l'économie de marché. Si l'impérieuse transparence a si bien pris dans les consciences collectives, au point de devenir un de ces « impératifs catégoriques » kantien éligible à l'universalité, c'est que les carences en la matière se sont faites particulièrement criantes à partir du vaste mouvement de dérégulation financière des années 1980. Placé au cœur du processus décisionnel dans l'entreprise, le manager est également placé au cœur de la transparence. Au total, et selon les auteurs, l'essentiel serait la vertu individuelle du dirigeant, bien plus qu'une transparence structurée formellement par le droit à la fois pour des considérations de confiance collective et d'information des marchés d'une entreprise cotée aujourd'hui scrutée par une foule d'observateurs. La myopie des investisseurs est souvent dénoncée par certains commentateurs. Mais qu'en est-il en fait de l'horizon des investisseurs et de son impact sur le management de l'entreprise? L'article de José-Miguel Gaspar nous permet de comprendre les conséquences des horizons d'investisse-

ment des actionnaires sur les pratiques managériales. La conclusion la plus importante de cet article est que les horizons d'investissement ont un impact sur la manière dont les entreprises sont dirigées et, *a fortiori*, sur les attentes des actionnaires concernant la performance de l'entreprise. Les dirigeants qui négligent ce fait pourraient être surpris par le décalage soudain des priorités (et les éventuels conflits) susceptible de survenir après un changement majeur de l'actionnariat de l'entreprise, comme celui provoqué par une introduction en Bourse. Comprendre les attentes d'un nouveau genre d'actionnaires et leurs conséquences peut aider les dirigeants à mieux équilibrer les avantages et les inconvénients des choix de financement. D'autres implications de l'horizon des investisseurs sont analysées dans cet article qui s'attelle à une question fondamentale et relativement peu abordée dans les débats. Pour Jean-Philippe Denis, il est nécessaire d'aller au-delà des théories contractuelles focalisées exclusivement sur la rationalité calculatoire. Son article « Entre finance et stratégie: calcul, mimétisme... exemplarité » propose que, par-delà cette conception limitée, les modes d'affrontement avec l'incertitude *ex-ante* procèdent de trois formes de rationalité dominantes – calculatoire, mimétique, exemplaire – et qu'aucune ne peut être privilégiée sans dommage. Ceci renvoie plus généralement à la question de la culture, mais sous un angle nouveau: car qu'est-ce que la culture, au fond, si ce n'est la capacité de référer une situation à une multitude d'autres? Tout se passe finalement comme si la culture fournissait un répertoire de références « exemplaires » susceptibles de donner du sens à l'action (ou à l'absence d'action). Les références exem-

plaires permettent une rationalisation et une justification, *ex ante* comme *ex post*, à des situations indécidables au sens strict *a priori*. Tout se passe alors comme si l'exercice d'une raison exemplaire procédait d'une logique proche de celle qui gouverne l'idéologie: ce besoin de croire, malgré tout, en quelque chose. Face à l'incertitude, et qui n'en a pas fait l'expérience, le recours à des « exemples » puisés dans ses propres schémas mentaux est déterminant, ne serait-ce que pour se rassurer et agir quand même, pour ne pas être paralysé par l'incertitude. Pour certains observateurs, les origines profondes de la dernière crise économique sont culturelles et spirituelles avant d'être financières. Le mot finance est issu du latin *fides* qui signifie la confiance, mais aussi la foi. Avec la crise n'a-t-on pas assisté à la remise en question de tout un système de croyances né avec la révolution conservatrice anglo-saxonne? L'article de Vassili Joannides « Concilier management et finance: un commandement divin » dresse une généalogie de la conciliation de la finance et du management. Une telle relation se trouve déjà dans les religions du Livre. En effet, le protestantisme suggère que la finance et le management servent à recenser et multiplier les ressources confiées par Dieu, tandis que le catholicisme les articule pour les pérenniser. Enfin, le judaïsme et l'islam utilisent le financement comme une continuité du management. Il est courant de considérer que le management et la finance ne sont pas compatibles avec la spiritualité, comme s'il existait un fossé sémantique entre le caractère sacré de la religion et la dimension profane, voire blasphématoire, des pratiques managériales et financières. On pourrait ainsi croire en une dichotomie entre mana-

gement et finance et systèmes de croyances. Organisation, argent et piété seraient incompatibles. Pourtant, les religions du Livre (judaïsme, christianisme et islam) ont porté l'esprit du capitalisme moderne, du management et de la finance depuis le Moyen-Âge. Selon l'auteur, les pratiques managériales et financières requises par les morales chrétienne, juive et islamique révèlent des préoccupations qui aujourd'hui se retrouvent dans la responsabilité sociale de l'entreprise et le développement durable, comme si ceux-ci étaient une nouvelle moralisation de l'activité économique.

## **2. Concilier finance et management dans l'entreprise**

Les contributions qui constituent cette deuxième partie s'intéressent davantage au management interne de l'entreprise qu'il s'agisse des relations entre finance management et stratégie ou des outils de gestion comme les indicateurs de création de valeur ou de gestion des risques dans les banques. Elles font également fortement référence à la crise économique et financière de 2008-2009.

Cette deuxième partie s'ouvre sur un article d'Alain-Charles Martinet intitulé « La relation stratégie/finance à la lumière de la crise : une approche dialogique ». Sa contribution prend la crise bancaire et financière comme un révélateur de dysfonctionnements et de franchissements de seuils pathologiques dans la relation entre la finance et la stratégie s'agissant des pratiques comme des corpus de recherche. La responsabilité de chacun des champs est mise en évidence : les excès de la finance ont été favorisés par l'asthénie de la théorie stratégique. Cette double grille de lecture permet de réexaminer la relation pour la

considérer comme nécessaire et inexorable mais aussi comme une tension ago-antagoniste, fondamentale dans la construction de l'entreprise et qu'il convient de réguler en maintenant un équilibre dynamique. En définitive, pour Alain-Charles Martinet, Il ressort de son analyse la nécessité d'un guidage dialogique, sur la durée, de la relation finance-stratégie, à charge pour chaque discipline de faire son *aggiornamento* critique. Si l'on devait désigner une voie de recherche urgente et prioritaire susceptible de régénérer les deux, ce serait sans contester le risque.

Selon Charles-Henri d'Arcimoles, qu'il s'agisse de convoler avec l'éthique, le développement durable ou la gestion des ressources humaines (GRH), les mariages annoncés de la finance demeurent le plus souvent à l'état de simples bans. Après vingt ans d'efforts les universitaires n'ont pas encore précisément identifié les arguments et les faits de cette vie commune. Quant aux praticiens, ils paraissent bien loin de l'envisager. Financiers et managers, ceux des ressources humaines en particulier, continuent le plus souvent de s'ignorer, parfois jusqu'à la méprise de leurs logiques et pratiques mutuelles. Les tensions persistent, sans qu'elles soient d'ailleurs nécessairement néfastes, la gestion étant souvent affaire de contradictions surmontées. Mais le sentiment demeure qu'elles causent un possible gâchis, économique, social et humain. Malgré la difficulté de la tâche, il est donc toujours utile d'essayer de comprendre comment, et à quelles conditions, les exigences financières peuvent être intégrées aux pratiques de management, sans pour autant les corrompre. Puisque cette réflexion a du mal à aboutir, il est sûrement pertinent selon Charles-Henri d'Arcimoles d'essayer de la

renouveler en introduisant le concept de fiabilité. Les travaux menés sur la fiabilité des organisations (*High Reliability Organizations*) peuvent probablement y contribuer. Pour Maurice Thévenet la crise de 2008-2009 et ses conséquences, non encore toutes visibles, joueront probablement le rôle d'une césure. Le jour de la chute de Lehman-Brothers, le 15 septembre 2008, sera pour les historiens le point de basculement. Simplisme et réductionnisme évidemment mais aussi point de rupture pour les rapports entre finance et management. Son article intitulé « Finance et management: domination ou soumission? » nous propose quelques éléments pour étayer ce point de rupture entre deux époques. La première voit la finance dominer le management en s'imposant comme référence absolue et fonction pilote, triant dans la complexité du management les quelques problématiques qui semblent servir sa domination. Dans la seconde, les premières conséquences de la crise imposent un retour aux fondamentaux du management, de la tâche difficile de rendre performante une activité collective, de prendre les personnes dans leur complexité, de se soumettre finalement aux quelques principes anthropologiques de base qui fondent toute activité organisationnelle. Finalement, pour Maurice Thévenet, cette crise dont la finance apparaît trop facilement comme la cause, le lieu et l'emblème peut être le lieu où se renouvellent les problèmes de management et de gestion des ressources humaines. Elle en pointe les errements, en montre les issues. Elle conduit à voir dans cette fonction sa valeur fondamentale qu'est la conception de la personne. Chacun comprendra qu'il était nécessaire de s'interroger sur la capacité des banques à gérer le risque après une telle crise. En

effet, s'il est un secteur d'activités où la finance et le management n'ont jamais semblé aussi éloignés, aussi antinomiques, c'est bien le secteur bancaire. L'opposition entre les bonus des uns, les traders, et la condition des chargés d'affaires dans les réseaux face aux récriminations des clients, donne de la consistance au défi apparent de concilier finance et management dans un domaine, la banque, où ils sont naturellement totalement imbriqués. Pour Éric Lamarque qui s'interroge sur la capacité des banques à gérer le risque, il faut absolument se détacher du bruit médiatique créé autour de la question des rémunérations et revenir au métier fondamental d'une institution financière, à savoir gérer le risque. Le management du risque constitue le levier naturel de rapprochement entre la finance et le management, à condition de ne pas le cantonner dans une vision étroite de type « risk management », présent dans toutes sortes d'entreprises, et réservé à quelques personnes possédant une expertise pointue, à forte densité technique et mathématique. La banque est le lieu idéal d'observation car toutes les fonctions de ce type d'entreprise doivent être tournées vers cet objectif de maîtrise des risques. La finance y est le métier de base et le risque y est donc le principal critère de décision. Le divorce entre les banques, les marchés et les entreprises s'inscrit dans la même logique. Concilier les deux paraît cependant nécessaire pour sortir de la crise et trouver un cycle de développement plus harmonieux. Pour cela il faut que les banques se renouvellent, et cela commence sans doute par leur management. C'est enfin un rôle renforcé de la gouvernance avec vraisemblablement un renforcement du pouvoir des actionnaires, soit au moment des assemblées

générales, soit à travers une amélioration de la clarté des mandats de contrôle donnés aux administrateurs.

Parmi les outils de management mis au point pour concilier finance et management, l'EVA (*Economic Value Added*) a certainement été le plus utilisé pour mesurer la création de valeur. Nicolas Mottis et Jean-Pierre Ponsard qui ont travaillé dans le passé sur cet indicateur reviennent dix ans après sur ce concept. Ils montrent notamment que la vogue de la création de valeur comportait en particulier deux dimensions clés : l'optimisation de la performance des capitaux engagés et l'alignement des incitations entre dirigeants et actionnaires. Leur contribution tente, à partir d'une perspective historique sur la rentabilité du capital au niveau international, d'expliquer pourquoi ce concept a perdu de son importance, d'autant plus depuis la crise financière de 2008 qui a remis au premier plan d'autres critères comme la liquidité. Ils s'interrogent également sur la question des incitations, point sur lequel les pratiques ont le plus fortement évolué, avec aujourd'hui des problèmes sensibles d'articulation entre finance et management. Pour eux, l'hypothèse d'un retour de balancier de la perspective « financière » vers la perspective « opérationnelle » n'est pas à exclure, ce qui s'expliquerait aussi bien par les difficultés de mise en œuvre du « Value Based Management » (VBM) que par l'émergence de la dimension « Responsabilité sociale d'entreprise » (RSE) dans la gouvernance des entreprises.

### **3. Concilier finance et management avec les exigences des investisseurs**

Cette troisième partie rassemble des contributions qui prennent davantage en compte le

regard des investisseurs et leurs exigences dans le débat entre finance et management. Cette partie s'ouvre sur un article de Bertrand Jacquillat qui s'interroge sur les fonctions qu'assume le système financier et le caractère soutenable de la montée en puissance de la finance. Les principales conclusions de son analyse sont que : 1) le phénomène de globalisation de l'économie mondiale est considéré comme un bienfait dans la mesure où il a contribué au développement économique mondial et à la renaissance des émergents ; 2) le développement du système financier a été facilité par les innovations financières et la sophistication de la science financière, même si la crise financière de 2007-2009 a mis en lumière les ratés et les insuffisances de celle-ci ; 3) le besoin d'une meilleure régulation passe par la transparence ; et 4) qu'il y a lieu de s'assurer que les équipes de direction des institutions financières, leurs conseils d'administration, et les régulateurs fassent la démonstration qu'ils ont une connaissance suffisante des technologies financières et des concepts de gestion des risques, laquelle est indispensable pour qu'ils puissent exercer raisonnablement leurs tâches d'impulsion, de décision et de contrôle.

L'article de Franck Bancel « Efficacité et légitimité du modèle LBO : le conflit actionnaire-*stakeholder* revisité », s'interroge sur l'avenir des *Leveraged Buy Out* (LBO). Selon la littérature dominante en finance, un capitalisme reposant sur les fonds de LBO serait une solution optimale parce que le conflit entre actionnaires et dirigeants serait réduit à sa plus simple expression, la performance des entreprises améliorée et la création de valeur actionnariale maximisée. Cette thèse ne fait cepen-

dant par l'unanimité. Les opposants à cette approche considèrent que les fonds de LBO ne rendent pas les entreprises plus efficaces si l'on considère l'accroissement du risque. À l'extrême, seuls les actionnaires des fonds s'enrichiraient au détriment des autres *stakeholders* et notamment des salariés. Enfin, dans la période de crise actuelle, les entreprises contrôlées par des fonds seraient pénalisées car leurs actionnaires ne seraient pas impliqués dans la survie de la firme mais seulement motivés par la sauvegarde de leur investissement initial en fonds propres. Les études empiriques n'apportent que des éclairages partiels du fait des questions méthodologiques et des aléas de mesure dans un contexte où les théories ne sont elles-mêmes pas toujours indépendantes de préjugés idéologiques. La période de crise dans laquelle l'industrie du LBO est entrée est cependant particulièrement intéressante parce qu'elle permet de révéler certaines caractéristiques et limites du modèle économique sur lequel reposent les fonds de LBO.

Christine Noël et Étienne Redor présentent dans leur article les principaux mécanismes de défense anti-acquisition en questionnant leur intérêt pour les actionnaires et les dirigeants. En confrontant la théorie des intérêts des actionnaires et la théorie de l'enracinement, ils montrent que la plupart des mécanismes de défense utilisés profitent davantage aux dirigeants, car ils leur permettent de consolider leur pouvoir et leurs avantages personnels. Les conclusions de cet article sont ainsi propres à renforcer la vigilance des actionnaires car les mécanismes de défense seraient souvent destructeurs de richesse. Les résultats de cette synthèse confirment plutôt l'idée selon laquelle les moyens de défense anti-acquisition pro-

fiteraient essentiellement aux dirigeants. La théorie de l'enracinement voit ainsi son interprétation validée : les dirigeants utilisent les mécanismes de défense anti-acquisition pour se soustraire à la discipline imposée par le marché pour le contrôle des sociétés. Ils font ainsi primer leur intérêt personnel sur l'intérêt des actionnaires.

L'étude présentée par Patricia Charléty, Guillaume Chevillon et Mouna Messaoudi traite des rôles respectifs de la finance (représentée par les actionnaires) et du management (représenté par le conseil d'administration) à l'occasion des votes en assemblées générales (AG) sur des résolutions proposées par un ou plusieurs actionnaires ; ces dernières permettant de repérer les oppositions entre actionnaires. Le rôle théorique de la concentration du capital et des poids relatifs en droits de vote sur les résultats de vote peut être remis partiellement en cause par des phénomènes de coalition entre actionnaires et les règles de majorité. Leur étude empirique sur des entreprises françaises du SBF 250 entre 2005 et 2008 fournit des éléments structurels qui président à l'adoption ou favorisent l'approbation d'une résolution par l'assemblée. Des phénomènes de coalition peuvent entraîner des résultats non conformes au souhait des actionnaires principaux et de la direction. Au total, les assemblées générales, loin d'être un cérémonial inutile, constituent selon les auteurs un vecteur de contrôle par les actionnaires de la politique de l'entreprise. Elles peuvent dans certains cas se substituer à des offres publiques d'achat hostiles (OPA).

Selon Michel Albouy et Alain Schatt il arrive que les actionnaires, notamment ceux qu'on appelle « les petits » – même s'ils sont très nombreux – soient en désaccord



avec la politique ou la stratégie menée par les dirigeants de leur société. Il arrive également que leur désaccord soit si important qu'ils désirent le manifester, soit en cédant leurs titres, soit en s'exprimant à l'occasion de leur assemblée générale annuelle. Dans ce dernier cas, afin d'être entendus et de peser sur les votes, ils ont la possibilité de s'organiser pour collecter les pouvoirs des autres petits actionnaires. C'est ce qu'on appelle les batailles de procurations (*proxy fights*). Souvent présentées dans les médias comme l'expression même de la finance contre l'entreprise, elles sont l'expression du désaccord entre les actionnaires minoritaires et le management de l'entreprise. La bataille de procurations est une technique principalement utilisée aux États-Unis, consistant à prendre contact avec les actionnaires, afin de les convaincre de leur délivrer des pouvoirs pour voter aux assemblées en faveur d'un projet ou contre des résolutions proposées par la direction. L'objectif *in fine* n'est pas un contrôle direct de la société, mais d'acquérir un poids suffisamment significatif, en particulier dans le conseil d'administration, pour peser sur les décisions. En France, où la concentration de l'actionnariat des sociétés cotées en Bourse constitue un frein à cette forme d'activisme des actionnaires minoritaires, plusieurs opérations se sont pourtant déjà déroulées ces dernières années et il n'est pas improbable qu'elles se développent dans les années à venir.

#### **4. Concilier finance et management avec une gouvernance renouvelée**

Cette quatrième partie rassemble des contributions qui portent sur la gouvernance des entreprises en relation avec le thème général. Dans quelle mesure une

autre gouvernance est-elle susceptible de mieux concilier finance et management ?

Pierre Batteau nous livre dans cette dernière partie une véritable fresque de l'évolution de la gouvernance financière depuis les années soixante et nous explique la montée en puissance des financiers dans les grandes entreprises faisant appel aux marchés financiers. Il nous montre ainsi comment on est passé de la suprématie du manager au culte de l'actionnaire malgré les conflits entre parties prenantes. Sa contribution met également en avant les insuffisances de la théorie de l'agence et les stratégies d'enracinement des dirigeants. Au total, pour Pierre Batteau, la vision classique d'une entreprise dont le pouvoir ultime revient aux actionnaires parce qu'ils subissent le risque résiduel sans le contrôler, c'est-à-dire en régime de hasard moral, connaît de vraies limites dues à la profondeur de l'asymétrie d'information entre dirigeants et actionnaires. Certes, les managers et employés subissent aussi un dommage lorsque l'entreprise défaille mais il est théoriquement le résultat de leurs mauvaises décisions et non un effet de hasard moral.

Pour Gérard Charreaux, concilier finance et management est en fait un problème d'architecture organisationnelle. Son article, poursuit deux objectifs. D'une part, il vise à expliquer les perturbations apportées par la finance au management comme un problème d'incohérence de l'architecture organisationnelle. D'autre part, il propose des voies de réconciliation entre la finance et les autres fonctions du management, fondées sur une évolution de la science financière, de façon à la rapprocher des autres sciences du management, et une subordination de la finance en matière d'objectif de

performance et d'approche du pilotage des entreprises. La réconciliation de la finance et du management passe, selon Gérard Charreaux par un certain nombre d'évolutions visant à corriger les excès liés à la vision financière de l'architecture organisationnelle. Une première évolution peut venir d'une transformation du cadre de pensée associé à la finance afin qu'il prenne mieux en compte les dimensions cognitives, psychologiques et sociales des processus de création de valeur, ce qui permettrait une meilleure compatibilité avec les autres branches des sciences de gestion ; la finance comportementale peut être considérée comme allant dans ce sens. Une seconde évolution consiste à tenter de corriger les effets pervers de l'approche financière en modifiant les conceptions de la mesure et du pilotage de la performance actuellement dominantes dans le domaine financier, en les subordonnant aux déterminants réels des processus de création de valeur dans un cadre partenarial.

L'article de Pierre-Yves Gomez va plus loin dans la remise en cause de la gouvernance actionnariale et la financiarisation de l'économie. Elle s'est traduite par une réallocation des ressources financières aux entreprises les plus performantes par la mécanique des marchés, soit directement pour les entreprises cotées, soit indirectement par les interventions opérées par les fonds d'investissement en « private equity ». Cette réorganisation de la régulation économique a soumis l'évaluation de la performance des entreprises au prix du capital fixé sur le marché financier. La théorie de la gouvernance actionnariale et financière s'est imposée alors comme cadre normatif aussi bien du gouvernement que du management des entreprises post-fordiennes. La financia-

risation a ainsi accompagné et accéléré la globalisation des économies. Mais, avec les crises répétées aboutissant à celle, plus profonde, qui a débuté en 2008, l'allocation optimale des ressources par les marchés et, plus généralement, la validité de l'abstraction financière opérée par l'usage généralisé de la finance, sont apparues moins évidentes et leurs effets moins convaincants. On a vu resurgir l'ancienne opposition entre économie financière et économie réelle, l'usage de ce dernier terme manifestant que l'économie financière est désormais suspectée d'imposer une virtualisation approximative des réalités des entreprises concrètes. Or, la déconnexion entre l'activité économique effective et l'abstraction financière contredit, selon Pierre-Yves Gomez, la théorie de la gouvernance actionnariale pour laquelle la finance résume et traduit l'économie réelle. Dans son article l'auteur montre que le modèle économique et financier dit néolibéral, qui forme le soubassement de la gouvernance actionnariale, n'a jamais pu s'appliquer *en tant que tel* durant les dernières décennies. Il ne peut donc être tenu pour responsable des crises répétées, comme le suggèrent les critiques radicaux. Néanmoins, ce défaut d'application n'est pas dû à des défaillances des acteurs ou à un manque de détermination de leur part, comme le croient les critiques réformateurs, mais au caractère fondamentalement *inapproprié* de ce modèle à l'environnement économique des années 1980-2008, caractérisé par la massification de l'actionnariat, à la dilution du capital dans le public et l'émergence d'une industrie de la finance. En effet, du fait de ses hypothèses, la théorie néolibérale de la finance et de la gouvernance ne peut pas s'appliquer au contexte économique des dernières décennies.

Gérard Hirigoyen montre dans son article sur les entreprises familiales combien la problématique de la relation finance et management est différente dans la mesure où la famille et les liens familiaux constituent le fondement des entreprises familiales. Celles-ci apparaissent comme un réseau de liens particuliers et organiques qui unissent les personnes entre elles et influencent les modes de gouvernance. Pour Gérard Hirigoyen, l'influence familiale constitue une variable décisive d'autant plus que loin d'être un groupe homogène, la famille apparaît souvent comme un ensemble de personnes aux attentes et intérêts divergents. Ces derniers engendrant des biais comportementaux d'origine émotionnelle et/ou cognitive qui en accroissant le risque spécifique de l'entreprise peuvent aller jusqu'à remettre en cause sa pérennité même. Pour être régulés, ces biais doivent être identifiés par le dirigeant de façon à les

gérer stratégiquement dans une perspective de gouvernance comportementale.

Cette partie se termine par un débat entre un dirigeant d'une grande entreprise cotée (Xavier Fontanet d'Essilor), un administrateur-salarié (Pierre Alanche de Renault) et un professeur de finance (Michel Albouy) qui répondent à dix questions. Leurs réponses permettent d'apprécier les divergences de points de vue sur le thème concilier finance et management. L'entretien montre que les réponses du dirigeant et de l'administrateur-salarié ne sont pas toujours aussi éloignées que ce que l'on pourrait croire *a priori*, notamment sur la place et le rôle des salariés dans les conseils.

Au final, espérons que ce numéro spécial de la *Revue française de gestion* permettra de rapprocher les points de vue et à tout le moins une meilleure compréhension entre le monde de l'entreprise et celui de la finance. C'est notre souhait le plus cher.

