



**HAL**  
open science

# Le rôle du dirigeant de la grande entreprise cotée dans le changement de paradigme de la valeur : les dirigeants du CAC40 peuvent-ils / veulent-ils “ réconcilier ” les valeurs actionnariale et partenariale ?

Stéphanie Jalabert

## ► To cite this version:

Stéphanie Jalabert. Le rôle du dirigeant de la grande entreprise cotée dans le changement de paradigme de la valeur : les dirigeants du CAC40 peuvent-ils / veulent-ils “ réconcilier ” les valeurs actionnariale et partenariale ?. Gestion et management. HESAM Université, 2020. Français. NNT : 2020HESAC007 . tel-02862200

**HAL Id: tel-02862200**

**<https://theses.hal.science/tel-02862200>**

Submitted on 9 Jun 2020

**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.

ÉCOLE DOCTORALE Abbé Grégoire :

Laboratoire Interdisciplinaire de Recherche en Sciences de l'Action  
(LIRSA)

# THÈSE

présentée par : **Stéphanie JALABERT**

soutenue le : 6 Mai 2020

pour obtenir le grade de : **Docteur d'HESAM Université**

préparée au : **Conservatoire national des arts et métiers**

Discipline : **Sciences de gestion et du management**

Spécialité : **Prospective, innovation, stratégie, organisation**

## **Le rôle du dirigeant de la grande entreprise cotée dans le changement de paradigme de la valeur**

*Les dirigeants du CAC40 peuvent-ils/veulent-ils  
« réconcilier » les valeurs actionnariale et partenariale ?*

THÈSE dirigée par :

**Catherine Karyotis**, Professeur, (Hdr) NEOMA Business School

### **Jury**

**M. Y. Pesqueux**, Professeur, (HDR), Lab. LIRSA CNAM

**M. J.F. Chanlat**, Prof. émérite (DRM), Paris-Dauphine

**Mme B. Segrestin**, Professeur, (HDR), MINES ParisTech

**Mme P. De Rosario**, Enseignant-Chercheur, (HDR), Lab. LIRSA CNAM

**M. P.Y Gomez**, Professeur, (HDR), EMLyon Business School

Président

Rapporteur

Rapporteur

Examinateur

Examinateur

« **L**'homme est le terme unique d'où il faut partir et auquel il faut tout ramener » – Denis Diderot

« **T**he greatest danger in times of turbulence is not the turbulence – it is to act with yesterday's logic. » – Peter Drucker



# Remerciements

Cette page est probablement la plus appréciée de tout chercheur. Elle est celle qui marque la fin et le début, celle qui libère de ce long voyage dans l'inconnu de la recherche, celle qui dit merci et qui témoigne de la gratitude et du soutien. Pour la personne d'entreprise que je suis, après vingt-cinq années de carrière à tenter de contrôler en permanence les impacts et les contraintes d'un environnement en perpétuel changement, entreprendre ce travail de recherche s'est imposé comme celui du lâcher prise pour apprendre à nouveau et connecter cette expérience empirique, au savoir académique. Deux mondes qui se côtoient, se complètent, se contredisent parfois et se challengent surtout et cela dans le but commun de faire progresser notre Société. Ce temps de la recherche a été une respiration, une remise en question des croyances construites dans l'expérience face à l'accélération constante et infinie de l'écosystème des entreprises, qui ne laisse pas toujours cette liberté de penser les transformations. Ce temps qui je le crois et je l'espère m'a ouvert les yeux sur comment enseigner la finance et les stratégies d'entreprise, à ceux qui feront le monde de demain. Je mesure le chemin.

J'exprime tout d'abord toute ma gratitude à ma directrice de thèse Catherine Karyotis, qui m'a permis de réaliser ce travail de recherche dans la confiance, la bienveillance et le partage. J'adresse aussi ma gratitude aux membres du LIRSA du Conservatoire des Arts et Métiers de Paris dirigé par Mr Yvon Pesqueux, qui ont accueilli mon sujet au sein du laboratoire et m'ont ainsi offert un cadre, un enseignement et des conférences académiques de grande qualité. Et j'adresse cette même gratitude aux membres du jury de thèse, M. J.F. Chanlat, Mme. P. De Rosario, M. P.Y. Gomez, M. Y. Pesqueux, Mme. B. Segrestin, qui m'ont fait l'honneur d'évaluer mon travail.

Je remercie infiniment les dirigeants de grandes entreprises cotées qui m'ont accordé un peu de leur temps si précieux et leur confiance pour permettre à la partie empirique de ce travail de recherche d'éclorre. « *L'évolution humaine est guidée par la perception des acteurs* » disait très justement Douglass North. Sans la compréhension de votre perception de ce monde qui nous entoure, il n'y aura pas de changement de paradigme de la valeur possible.

Je remercie l'équipe dirigeante de l'Université de Monaco, en particulier Dr. Jean Philippe Muller, directeur et doyen, Dr. Antonella Patras, vice-doyenne, Dr. Marika Taishoff, directrice

du MBA, et Dr. Patrice Sargenti directeur des programmes BBA, qui m'ont donné l'opportunité pendant ces trois années d'enseigner et de transmettre avec passion mon expérience du monde de l'entreprise pendant que j'apprenais à leurs côtés, l'exercice très inspirant de la pédagogie.

Je remercie Sabrina Roszak mon amie et enseignante-chercheur, elle qui m'a donné le goût de l'enseignement, et sans qui je n'aurais pas eu l'opportunité de rencontrer les professeurs C. Karyotis et E. Fimbel.

Je remercie les collègues et amis de mon ancienne vie d'entreprise Peter Van Rossum, Ivan Replumaz, Anne Guerin Moens, qui m'ont toujours fait confiance et sans qui je n'aurais pu obtenir des rendez-vous avec des dirigeants de grandes entreprises cotées en France. Je remercie Richard Raynaut mon mentor, pour son amitié, sous soutien, sa bienveillance, son intelligence et son ouverture d'esprit.

Je remercie du fond du cœur mes amis et en particulier Céline, Isa, les deux piliers de ma vie, Cyril, Sandrine, Frantzeska, Olivier, Silvia, Isabelle. Ils ont dû endurer mes questions, nos discussions passionnées, mes monologues inéluctablement interminables, ils ont été là dans mes moments de doute, pour certains ils ont dû relire chaque page. Sans cette amitié indestructible et vos encouragements, je n'aurais probablement pas pu aller au bout de ce travail difficile mais tellement stimulant intellectuellement.

Enfin je remercie ma famille qui a toujours été là. Elle m'accompagne dans mon parcours de vie et mes choix singuliers sans jugement mais pas sans peur. Merci de croire en moi, je vous aime.



# Résumé

Les dirigeants du CAC40 peuvent-ils et veulent-ils réconcilier les valeurs actionnariale et partenariale ? A cette question que certains pourraient trouver provocatrice, l'objectif de notre travail de recherche était de constater à quel niveau le changement de paradigme de la valeur, se trouve dans les grandes entreprises du CAC40, organisations très représentatives du processus d'hyper-financiarisation de l'Économie, aujourd'hui.

Notre travail s'est attaché à comprendre au travers de l'étude du couple « intention-comportement » d'un panel de dirigeant du CAC40, dans quel mesure ces derniers peuvent être précurseur d'une nouvelle idéologie de la valeur « réconciliée » et considérer toutes les parties prenantes impactées ou impactant dans la création de valeur par l'entreprise. Nous avons aussi cherché à cartographier sur la courbe d'adoption du changement le degré de maturité du processus porté par une classe dirigeante influençant directement l'évolution du capitalisme et ses impacts sociétaux, sur le sol français.

En nous appuyant sur les travaux d'Ajzen sur la théorie du comportement planifié, mais aussi sur ceux d'Everett Rogers sur la courbe d'adoption des innovations, nous avons pu réaliser une cartographie de notre échantillon. A la question les dirigeants peuvent-ils et veulent-ils réconcilier les valeurs actionnariale et partenariale ? Notre échantillon de taille réduite mais non moins représentatif de la population dirigeante du CAC40, au sens scientifique donné par la recherche, nous a permis de constater les tendances suivantes :

A propos de l'analyse de l'attitude individuelle, de la volonté personnelle du dirigeant : des dirigeants « précurseurs » ou « adoptants précoces » convaincus de la nécessité du changement, ont pris le parti d'être des acteurs proactifs et d'initier ce processus en premier de cordée, permettant ainsi de créer une dynamique de « followers » et un pont vers un groupe plus dense représenté par une « majorité précoce » et « tardive » (les conservateurs), toutes deux en demande de solutions pragmatiques, et mesurables, dans un écosystème concurrentiel mondialisé, très tendu. La conversion de ces deux groupes passera par une démonstration de résultats tangibles et reconnus par tous et surtout par les marchés financiers et les actionnaires.

Sur l'analyse de la norme subjective, cette volonté « collective » du dirigeant à se soumettre suivant l'image qu'il veut donner de lui et de l'influence que les autres ont sur ce qu'il pense et



sur ses actions (la pression sociale) : « L'exception française » de l'élitisme et de « l'entre-soi » peut à la fois être un frein systémique ou devenir une opportunité pour faire des dirigeants français, des précurseurs d'une valeur partagée, réconciliant valeur actionnariale et partenariale. Nous constatons que la part de l'influence du groupe sur le dirigeant dépend avant tout de l'attitude comportementale de ce dernier à l'encontre du changement de paradigme de la valeur. Son degré de conviction individuel implique une plus ou moins grande influence des groupes d'appartenance (clubs de dirigeants, pression sociale, etc...).

Enfin en ce qui concerne la notion la latitude du dirigeant pour porter le changement de paradigme, sa perception du contrôle qui repose sur les opportunités et contraintes contextuelles et intellectuelles venant impacter les intentions comportementales du dirigeant ; il semblerait que dans le contexte de démocratisation de la gouvernance et le développement de l'activisme actionnarial, les dirigeants réagissent en fonction de leur capacité à démontrer les avantages économiques de la démarche. On constatera une perception du contrôle faible si la structure actionnariale est de type marchés financier ou patrimoniale moderne, sans pour autant que ceci soit un élément bloquant majeur si l'attitude comportementale à l'encontre de l'objet du changement est forte.

De notre point de vue, les obstacles technologiques, financiers et organisationnels du changement de paradigme de la valeur ayant été levés en nombre, s'il existe encore une résistance, elle est probablement d'ordre psychologique et cognitif (volonté) plutôt que sur le registre de la faisabilité (latitude) ? Il semble donc que si nous ne pouvons généraliser les résultats dans une réponse par oui ou non à notre question de recherche, la phrase de Napoléon « quand l'on veut on peut et quand l'on peut on doit » y fasse tout de même écho.

La limite de notre travail se trouve dans le choix du contexte français (« cette exception française ») joue un rôle majeur dans l'influence par exemple, de la variable des normes subjectives sur le comportement des dirigeants, porté par les préjugés pro-endogroupe, aussi appelé favoritisme endogroupale) et de la courbe d'adoption du changement de paradigme pour présenter nos résultats (ne renseigne pas sur la notion du temps que cela va prendre, ni sur le degré de ramification du groupe dans la norme subjective et de son degré d'influence sur le dirigeant et sur son groupe d'appartenance).

Aux vues de nos résultats obtenus sur le terrain, la majorité des dirigeants de notre échantillon semblent se ranger dans la catégorie des « leaders transactionnels » plutôt que

« transformationnels ». Ils sont encore à convaincre au sens de Moore (passage du point d'inflexion vers une adoption massive du changement) pour que le changement de paradigme des valeurs puisse avoir lieu très prochainement et soit pérenne. Notre analyse ne nous permet pas de généraliser une tendance à tous les représentants du capitalisme français. Pour répondre à cette question il nous faudrait une population plus large correspondant par exemple au SBF120 et qui permettrait d'envisager les résultats obtenus sur un mode statistique plus complet. Pour autant notre mérite est d'avoir produit une recherche qualitative qui définit des profils d'intention comportementale de dirigeants par le biais de la problématique du peuvent-ils/veulent-ils, et dont les **Perspectives futures** seraient de pouvoir effectuer une comparaison avec des entreprises non cotées pour extraire les caractéristiques communes des dirigeants d'entreprise cotées/non cotées et ainsi réfléchir au nouveau rôle sociétal du dirigeant. Par ailleurs ces résultats induisent que le processus de changement devra se faire sur le fond (la façon dont la valeur de l'entreprise est comptabilisée) mais aussi sur la forme (la façon dont la création de valeur est présentée aux analystes et actionnaires).

**Mots clés** : Valeur actionnariale, valeur partenariale, valeur réconciliante, dirigeants de grande entreprise cotée, latitude du dirigeant, volonté du dirigeant.

# Summary

What are the CAC40 leaders' willingness and capabilities (latitude) to reconcile shareholder and stakeholder value? To this question which may sound a little provocative, the further objective of our research was to measure the current level of paradigm shift adoption in large companies in France. We decided to consider the « CAC40 », since these organizations are very representative of the hyper-financialization of today's Economy. Through the study of the "intention-behavioral" relationship, we focused our attention on a panel of leaders, and intended to find to which extent they have become precursor of a new paradigm, a kind of value "reconciliation" (between shareholder and stakeholders value), and considering all stakeholders impacted or impacted in the company's value creation.

Based on Ajzen's theory of planned behavior, but also on Everett Rogers's work on the innovation adoption curve, we were able to map a panel of CAC40 leaders and their "intention-behavior" frame. To the question can they and do they want to reconcile shareholder and stakeholders' values? Our sample, conveniently small, but similarly representative of the CAC40's population, allowed us to see the following trends:

On the analysis of the leaders' attitude: we found that "innovators" and "early adopters" leaders embrace change. They are convinced of a need for change, they are leading the process proactively, sponsoring it and initiating it, thus creating a dynamic of "followers" and a bridge to the bigger group represented by an "early" and "late majority" (the Conservatives), both in demand of pragmatic and measurable solutions, in a highly strained and global competitive ecosystem. The conversion of these two groups will require a demonstration of tangible results that are recognized by all and especially by the financial markets and shareholders.

On the analysis of the subjective norm, the "collective" willingness of the leader to embrace change according to the image he wants to give of himself and the influence that others have on what he thinks and do (social pressure): "The French exception" of elitism and "entre soi" can be both a systemic barrier or become a real opportunity for French CEOs, to lead a paradigm change to a "reconciled" value, between shareholders and stakeholders. We find that the group's influence over the leader depends first on the leader's behavioral attitude against the change of paradigm. The individual level of personal willingness implies a greater or lesser influence of the groups they do belong to (leaders' clubs, social pressure, AFEP, MEDEF etc.).

Finally, with regard to the notion of the leader's latitude to carry on the paradigm shift, the perception of control based on the contextual and intellectual opportunities and constraints that may impact the leader's behavioral intentions; it would seem that in the context of democratization of governance and the development of shareholder activism, leaders react according to their ability to demonstrate the economic benefits of the approach. There will be a perception of low control if the shareholder structure is for example financial markets type or "Patrimonial modernist", without this being a major blocking element if the behavioral attitude against the object of change is strong. From our point of view, the technological, financial and organizational constraints which may delay a change of paradigm have been overcome for the majority. If there is still "resistance to change", it is probably psychological and cognitive (willingness) rather than on the feasibility ground (latitude)?

Therefore, it seems that even if we can't generalize our results in a black and white yes or no answer, our question finds an echo in Napoleon's phrase « when there's a will, there's a way, and when there's a way, you must do it ». Said differently, if oneself is determined, he will find a solution to make it happen.

The limit of our work lies in the choice of the French companies in the French context ("this French exception" plays a major role in the influence, for example, on the impact of subjective norms on leaders' behaviors) and the adoption curve of the paradigm shift to present our results (does not say anything on the timing of adoption nor on the degree of the group's ramifications on the subjective norm and its degree of influence on the leader and his group of reference).

In view of the results of our research, the majority of the leaders in our sample are still to be "convinced" as Moore would make reference to it. In order to move to a clear adoption of change, we will still need to ensure that more early majority leaders are willing to cross the Chasm, (this inflection point to the paradigm shift) and that this process can be taken for granted and sustainable over time. Our analysis does not allow us to generalize a trend to all representatives of French capitalism. However, our merit is to have produced qualitative research that defines profiles of behavioral intent of leaders through the problem of willingness and latitude for change. To answer the research question, we would need a wider population, for example, corresponding to the SBF120 and which would allow us to look at the results obtained in a more complete statistical way

**Key words: stakeholders, shareholders value, value reconciliation, latitude of CEOs, CEOs readiness for change, hyper-financialization.**



## Table des matières

<i>Remerciements</i> .....	4
<i>Résumé</i> .....	7
<i>Summary</i> .....	10
<i>Introduction</i> .....	17
<i>Première partie Le changement de paradigme de la valeur : pourquoi une réconciliation des valeurs actionnariale et partenariale ?</i> .....	31
<b>1. Le paradigme de la valeur</b> .....	35
<b>1.1. Origine de la normalisation de la gestion par la valeur</b> .....	38
1.1.1. Une approche synchronique de la création de valeur.....	39
1.1.2. Une approche diachronique de la création de valeur .....	49
<b>1.2. De la création de valeur à la création de valeur actionnariale</b> .....	63
1.2.1. Origine de l'universalité de l'idéologie actionnariale et de la financiarisation des grandes entreprises cotées. ....	65
1.2.2. La difficile existence de la valeur partenariale.....	94
<b>2. Les outils de mesure de la création de valeur : une lecture idéologique de l'entreprise</b> <b>116</b>	
<b>2.1. Une vision de la valeur supportée par la mise en œuvre d'un système de gestion par la valeur</b> 117	
<b>2.2. Objectivité, pertinence et limites des indicateurs de mesure de la création de valeur</b> 124	
2.2.1. Objectivité des indicateurs : .....	124
2.2.2. Pertinence et limites des indicateurs .....	133
<b>2.3. Quelle mesure pour quelle valeur ?</b> .....	147
2.3.1. Ces indicateurs relèvent-ils d'une lecture idéologique de l'entreprise ?.....	147
2.3.2. En quoi la création de valeur par les parties prenantes n'est-elle pas correctement prise en compte et reportée ?.....	149
2.3.3. Quels sont ces indicateurs de performance non financiers à la disposition des dirigeants d'entreprise aujourd'hui ?.....	154
<b>3. Valeur actionnariale, valeur partenariale, pourquoi une réconciliation ?</b> .....	170
<b>3.1. Existe-t-il une contradiction entre valeur actionnariale et partenariale ?</b> .....	171
3.1.1. La structure juridique de l'entreprise, le mythe de l'actionnaire propriétaire.....	171
Une justification ambiguë : l'assomption du risque résiduel et l'efficacité des marchés. (Gomez, 2009)	172
3.1.2. Existe-t-il une contradiction entre VA et VP ?.....	174

<b>3.2. La perte de sens du rôle de l'entreprise finit par détruire la valeur .....</b>	<b>179</b>
3.2.1. Quand la crise stigmatise l'absence de la « raison d'être » des entreprises .....	180
3.2.2. Quand l'innovation disparaît au profit de la maximisation de la valeur actionnariale.....	183
<b>3.3. Pourquoi réconcilier les valeurs : la fin d'un business model ? .....</b>	<b>189</b>
3.3.1. D'une économie de la possession à une économie de l'usage .....	189
3.3.2. Des valeurs au service de la valeur .....	190
3.3.3. Les investisseurs se désengagent des entreprises qui ne prennent pas en compte leurs externalités	193
3.3.4. La Société et les États acteurs engagés de la gestion des externalités négatives des entreprises.	197
3.3.5. Les codes de conduite et nouvelles réglementations étatiques au service du contrôle des dirigeants d'entreprises cotées.....	199
<b>3.4. Pour un nouveau paradigme de la valeur .....</b>	<b>203</b>
 <i>Seconde partie Le rôle du dirigeant de la grande entreprise cotée : latitude et volonté de changement de paradigme de la valeur ? .....</i>	
<i>215</i>	
 <b>4. Croyances comportementales et croyances normatives : quelle volonté du dirigeant de la grande entreprise cotée française à conduire le changement de paradigme de la valeur ?</b>	
<b>233</b>	
<b>4.1. Un contexte historique et culturel qui fonde « l'identité française » et sociale dans lequel évolue la grande entreprise cotée française et son dirigeant.....</b>	<b>235</b>
<b>4.2. Évolution chrématistique de la rémunération du dirigeant de la grande entreprise cotée françaises et l'« expectation-value model » des croyances comportementales .....</b>	<b>243</b>
<b>4.3. Un contexte élitiste et d'appartenance à un groupe social qui peut influencer sur l'intention du dirigeant la grande entreprise cotée française .....</b>	<b>251</b>
4.3.1. Typologie de l'élite patronale française qui accède aux fonctions de dirigeants des grandes entreprises cotées ? .....	252
4.3.2. Les dirigeants « étrangers » du CAC40 peuvent-t-il influencer les comportements des dirigeants français des grandes entreprises cotées et par là même avoir une influence sur le capitalisme français ?.	256
4.3.3. La polarisation des élites patronales venues de l'État a-t-elle eu une influence sur l'orientation du capitalisme français ?.....	258
4.3.4. Intérêts communs et intérêts supérieurs : les dirigeants des grandes entreprises cotées en tant que groupe social ou communauté d'intérêts ? .....	262
 <b>5. Les croyances de contrôle : Quelle latitude pour le dirigeant de la grande entreprise cotée française ? .....</b>	
<b>268</b>	
<b>5.1. Évolution de la latitude du dirigeant et gouvernance de la grande entreprise cotée ?</b>	<b>270</b>

<b>5.2. Le contexte français de la latitude du dirigeant de la grande entreprise cotée.....</b>	<b>279</b>
5.2.1. La structure de l'actionnariat des grandes entreprises cotées françaises et le contrôle perçu par leur dirigeant pour conduire le changement de paradigme de la valeur ? .....	279
5.2.2. L'évolution de la gouvernance et du « code de bonnes pratiques » des entreprises cotées en France. 300	
<b>6. Méthodologie et résultats de la recherche.....</b>	<b>314</b>
<b>6.1. Une approche exploratoire.....</b>	<b>314</b>
<b>6.2. Présentation de l'échantillon et recueil des données.....</b>	<b>315</b>
<b>6.3. Le guide d'entretien .....</b>	<b>320</b>
<b>6.4. Mesurer le couple intention-comportement des dirigeants de grandes entreprises cotées 322</b>	
<b>6.5. Restitution : Le degré d'influence de chaque variable du comportement planifié dans les profils .....</b>	<b>327</b>
6.5.1. L'attitude du dirigeant : des croyances comportementales et de l'évaluation des bénéfices du changement de paradigme des valeurs.....	327
6.5.2. Les normes subjectives.....	333
6.5.3. La perception du contrôle.....	347
<b>L'impact d'une gouvernance multipolaire et d'une structure actionnariale sur la latitude des dirigeants : .....</b>	<b>361</b>
<b>L'activisme actionnarial.....</b>	<b>361</b>
6.5.4. Le dilemme du dirigeant ou comment réconcilier les valeurs actionnariale et partenariale et les valeurs du dirigeant ?.....	367
<b>6.6. Les 5 profils de dirigeant et le changement de paradigme de la valeur.....</b>	<b>369</b>
<b>Conclusion.....</b>	<b>380</b>
<b><i>Pour un changement de paradigme de la valeur, quel rôle pour le dirigeant de la grande entreprise cotée en France. ....</i></b>	<b>381</b>
<b><i>Bibliographie .....</i></b>	<b>393</b>





# Introduction

« *Society increasingly is turning to the private sector and asking that companies respond to broader societal challenges. Indeed, the public expectations of your company have never been greater. Society is demanding that companies, both public and private, serve a social purpose. To prosper over time, every company must not only deliver financial performance, but also show how it makes a positive contribution to society. Companies must benefit all of their stakeholders, including shareholders, employees, customers, and the communities in which they operate* »<sup>1</sup> (Fink, 2018)

Chaque année, au sortir du Forum de Davos, Larry Fink, patron du fond d'investissement BlackRock,<sup>2</sup> adresse sa lettre aux 500 CEO les plus influents du monde économique. En 2018, il a décidé de les interpeler sur leur rôle, qui selon lui, n'est plus celui décrit originellement par M. Friedman (1970)<sup>3</sup>. Il appelle les dirigeants, de ses vœux, à revoir les fondements stratégiques de leur organisation au travers des concepts clefs :

- D'une raison d'être claire
- D'une vision à long terme, porteuse de sens
- D'une contribution positive à la Société
- D'une meilleure prise en compte de l'ensemble des parties prenantes
- De l'inscription de la raison d'être et d'une stratégie long-terme dans la gouvernance des entreprises.

---

<sup>1</sup> Larry Fink, patron du fond d'investissements BlackRock, texte traduit de l'anglais par BlackRock,

<sup>2</sup> BlackRock est l'un des trois plus grands fonds d'investissement du monde (hors fond souverains) avec 6400 milliards d'actifs sous gestion. A Juillet 2018, le fond gère 6400 milliards de dollars d'actifs et est détenteur de participations significatives dans 18 des 40 sociétés du CAC40, tel AXA, Sanofi, Safran, la Société Générale, BNP Paribas, Schneider Electric, Michelin, Vivendi, Accor Hôtels ou Lafarge Holcim.

<sup>3</sup> *The New York Times Magazine, September 13, 1970. Dans cet article Milton Friedman écrit : « Dans un système de libre entreprise et de propriété privée, un dirigeant de société est l'employé des propriétaires de l'entreprise. Il leur est directement redevable. Il est de sa responsabilité de mener l'entreprise selon leur souhait, qui est en général de gagner autant d'argent que possible, tout en se conformant aux règles - lois et éthique - de la société. »*

A ceux qui lui objectent qu'un environnement polarisé leur impose la création de valeur pour l'actionnaire au risque de devenir vulnérable et de se faire débarquer sur le champ, il répond dans sa lettre 2019 « *Profits are in no way inconsistent with purpose – in fact, profits and purpose are inextricably linked. Profits are essential if a company is to effectively serve all of its stakeholders over time – not only shareholders, but also employees, customers, and communities. Similarly, when a company truly understands and expresses its purpose, it functions with the focus and strategic discipline that drive long-term profitability. Purpose unifies management, employees, and communities. It drives ethical behavior and creates an essential check on actions that go against the best interests of stakeholders. Purpose guides culture, provides a framework for consistent decision-making, and, ultimately, helps sustain long-term financial returns for the shareholders of your company* »

Cette injonction de Larry Fink, celle de repenser l'entreprise et son rôle dans la Société n'est pas unique. Alan Greenspan promoteur de la dérégulation pendant toute la période de son mandat<sup>4</sup>, reconnaît en 2009 un dysfonctionnement du modèle capitaliste libéral et la nécessité de questionner le rôle des entreprises. Interrogé par une commission d'enquête du Congrès sur l'origine de la crise de 2008, à la question « *vous êtes-vous trompé ?* », Alan Greenspan répond : « *J'ai fait une erreur en pensant que des organisations mues par la recherche de leur intérêt privé, en particulier les banques et autres organisations de ce genre, étaient, pour cette raison, les mieux à même de protéger leurs actionnaires et leurs investissements [...]. Quelque chose qui semblait un édifice très solide, et même un pilier fondamental de la concurrence et des marchés libres, s'est écroulé, et j'en ai été choqué [...]. J'ai découvert une faille dans mon idéologie.* »<sup>5</sup>

Plus récemment, en juin 2018 l'investisseur milliardaire Warren Buffet, exhorte les dirigeants d'entreprises cotées à ne plus donner de « guidance » pour leurs résultats trimestriels afin de sortir de la vision financière à court terme des marchés, qui nuit selon lui à l'activité économique. Il déplore « *Par expérience, nous savons que les indications sur les performances trimestrielles conduisent à une fixation malsaine sur les profits à court terme au détriment de la stratégie et de la croissance de long terme* » et selon eux cette vision court-termiste « *amène les entreprises à suspendre des investissements, la recherche et développement ou des*

---

<sup>4</sup> Il a été Président de la Réserve Fédérale Américaine (FED) de 1987 à 2006

<sup>5</sup> Traduction de l'anglais: "Partially ... I made a mistake in presuming that the self-interest of organizations, specifically banks, is such that they were best capable of protecting shareholders and equity in the firms ... I discovered a flaw in the model that I perceived is the critical functioning structure that defines how the world works. I had been going for 40 years with considerable evidence that it was working exceptionally well. The overall view I take of regulation is, I took an oath of office when I became Federal Reserve chairman. I'm here to uphold the laws of the land passed by Congress, not my own predilections."

*embauches pour pouvoir afficher des résultats trimestriels conformes à leur « guidance » alors que leurs performances peuvent avoir été affectées par des facteurs hors de leur contrôle».*

Y aurait-il un changement de ton et de communication en provenance du monde de la Finance, à l'intention des dirigeants des entreprises cotées. Y aurait-il une prise de conscience de la part des acteurs financiers, quant à la limite d'un modèle capitalistique nécessitant un changement de paradigme, ou faisons-nous face à une attitude et un discours tout simplement opportuniste ?

Dans tous les cas nous sommes face à un double constat :

- La nécessité d'une finance moins centrée sur le court-termisme de l'idéologie actionnariale et plus inclusive de toutes les parties prenantes qui contribuent à la création de valeur par les entreprises. La Finance prend conscience que cela a un impact direct y compris sur la création de valeur pour l'actionnaire.
- et surtout la prise en compte par les dirigeants d'entreprises cotées des injonctions de la Société et des défis liés à l'intérêt général.

Dans un entretien au Monde en septembre 2018 Fink rajoute « ces 5 prochaines années, il faudra surveiller comment ils (les dirigeants d'entreprises cotées) passent des mots aux actes ».

***L'espace financiarisé de l'économie une perte de sens et de confiance envers les entreprises et leurs dirigeants.***

Pour qu'il y ait changement de paradigme, et dans le cas précis posé par Larry Fink, celui d'envisager les entreprises et leurs dirigeants comme légitimes vis-à-vis d'un rôle sociétal, Orléan (2011) cite deux facteurs nécessaires à toute modification de comportement et adoption d'un nouveau système :

- En premier lieu, il faut une série persistante d'anomalies graves qui remet en cause les théories passées.
- En second lieu, il faut un nouveau paradigme pour servir de nouvelle référence.

Pour ce qui est du premier paramètre, les crises financières à répétition depuis les années 1970 entrent définitivement dans la qualification « d'anomalies persistantes ». Très significative de

ce symptôme, la crise financière de 2007-2008, n'a pas seulement représenté un réajustement des marchés financiers face à la prise de risques inconsidérées des banques dans des prêts hypothécaires américains. Cette « seconde grande contraction » (Reinhart C. & Rogoff K. (2009) <sup>6</sup> d'envergure mondiale, a revêtu un caractère systémique, celui d'une crise de sens qui a remis en question la finalité de l'économie et la *marchandisation* de la Société par la Finance.

Cette marchandisation ou « financiarisation » de l'Économie, consiste à assimiler la Finance à une Économie marchande, mouvement qui a procédé d'un « double encastrement »<sup>7</sup> de la Société dans l'Économie et dans la Finance. C'est Polanyi (1944), qui pour la première fois, a initié cette métaphore. Pour expliquer la « grande transformation » qu'a connue le début du XXe, il utilise la notion « d'encastrement -désencastrement », une organisation systémique qui a mis l'ensemble de la Société en adéquation avec sa logique singulière économique, et la transformant en « Société de marché ». C'est par exemple, ce que nous constatons aujourd'hui avec Facebook et l'utilisation des données clients et la nouvelle ère de la « Datacratie »<sup>8</sup>. Dans un deuxième temps, alors qu'auparavant le capital avait besoin du support de la production pour fructifier, la dérèglementation financière des années 1970, en le transformant en une simple circulation de flux, l'a fait muter en un « produit financier » lui-même créateur de valeur.

La crise profonde de 2008, a aussi mis en exergue la perte de confiance dans les entreprises et leurs dirigeants. Cette crise n'a pas été seulement une crise de la finance, mais aussi celle de la financiarisation de l'Économie. A ce titre donc, elle concerne aussi bien comment les entreprises sont dirigées et comment les décisions stratégiques qui sont prises en leur sein, impactent la création de valeur et son partage entre ses différentes parties prenantes. A ce sujet Martinet (2010, p148) écrit « *L'ampleur et les dommages de la crise actuelle peuvent sans conteste être imputés en large partie à la finance .... Notre lecture ne saurait les absoudre ni scientifiquement, ni moralement. Mais elle ne saurait davantage occulter la facilité avec laquelle, souvent par intérêt personnel, certains hauts dirigeants de grandes entreprises ont renoncé en partie à leur raison d'être, en laissant s'étioler la réflexion stratégique et la robustesse de leurs décisions majeures* », au profit des actionnaires.

---

<sup>7</sup> article de [Eric Fimbel](#), [Anne-Sophie Binninger](#), [Catherine Karvotis](#), (2015) "De-materiality: A key factor in the embedding of society within commodification and financialization", *Society and Business Review*, Vol. 10 Issue: 1, pp.76-90

<sup>8</sup> La revue française d'études constitutionnelles et politiques « Pouvoirs », site [www.revue-pouvoir.fr](http://www.revue-pouvoir.fr), consacre son n°164 de Janvier 2018, au thème de la « datacratie ».

## *La remise en question de la doxa de la valeur actionnariale par les parties prenantes de l'entreprise*

En plus d'une série persistante d'anomalies graves qui remet en cause les théories passées, Orléan nous rappelle que tout changement de paradigme s'accompagne d'un nouveau référentiel.

Les tentatives à ce sujet ont été nombreuses. S'appuyant sur l'histoire de la crise économique de 1929, Polanyi (1947) adresse déjà le besoin de repenser le système, de changer de paradigme et de revoir cette mentalité attachée à une certaine « centralité du marché » (Maucourant, 2014). Stiglitz (2009), se retournant sur 1987-2007 ajoute « *les plus récentes crises financières ont rappelé aux générations actuelles les leçons que leurs grands-parents ont appris durant la Grande Dépression, à savoir, que l'autorégulation de l'économie ne fonctionne pas toujours aussi bien que ses partisans voudraient bien le faire croire* ». On note d'ailleurs qu'avec la crise de 2008, des systèmes parallèles, portés par les technologies nouvelles sont venus challenger l'ordre établi des institutions et de la financiarisation de la Société. C'est en réaction à cette crise que se sont développés les crypto monnaies, le crowdfunding. Si aujourd'hui le glissement financiarisé opéré par les crypto-monnaies semblent discréditer l'objectif initial, on peut constater une tendance avec ces nouvelles solutions souhaitent de répondre au besoin de désencastrement de l'Économie et dans la Finance, que Polanyi avait qualifié dans les années 50.<sup>9</sup>

Par ailleurs, des réglementations plus contraignantes sont en train de transformer l'approche de l'Économie et de la Finance, en imposant aux dirigeants d'entreprises cotées, de ne plus considérer seulement les risques encourus, mais dorénavant et surtout, l'impact de leurs actes comme l'élément central de leurs décisions. Elles imposent une remise en question de ce modèle capitalistique, du rôle de l'entreprise cotée dans la Société, et des externalités négatives que celle-ci peut engendrer. Au travers de l'entreprise, c'est le rôle du dirigeant d'entreprise qui se trouve remis en cause et parfois même questionner dans sa légitimité. (Reynaud et Marais, 2016).

---

<sup>9</sup> Même si les spéculations financières sur les crypto-monnaies, et notamment celle de fin 2017 sur le Bitcoin démontrent que la Finance possède encore le pouvoir de s'approprier tout élément d'échange économique pour en faire un produit financier. Les spéculations financières sur les crypto-monnaies, et notamment celle de fin 2017 sur le Bitcoin<sup>9</sup> démontrent que la Finance possède encore le pouvoir de s'approprier tout élément d'échange économique pour en faire un produit financier.

La crise de 2008 questionne de façon évidente, non pas la création de valeur par l'entreprise, élément fondamental de sa pérennité, mais l'espace discrétionnaire du dirigeant dans le partage de celle-ci entre ses différentes parties prenantes. D'un point de vue académique, l'approche du partage de la valeur est questionnée, puis scindée entre les partisans d'une :

- Approche moniste de la valeur avec la « théorie de l'agence » (Jensen et Meckling (1976)), où le compris de ce que chacun reçoit dépend de la maximisation de sa portion dans une équation à somme nulle.
- Approche pluraliste de la valeur de la « Stakeholder theory » (Freeman, 1984) qui demande une vision plus élargie de la création de valeur par la prise en compte des impacts et de la proportionnalité dans la co-création à somme positive (ou proportionnelle négative, si tout le monde ne tire pas dans le même sens).

Force est de constater que jusqu'à présent, la Stakeholder theory n'était pas parvenue à s'imposer au monde de la Finance. Pendant ce temps, la théorie de l'agence, porté par la dérèglementation et le développement d'investisseurs institutionnels puissants, a remis en cause l'espace discrétionnaire du dirigeant. Dans le même temps, et devant l'absence d'autres contre-pouvoirs identifiés, elle a permis de consacrer l'idéologie de la maximisation de la valeur actionnariale au détriment de nombreuses parties prenantes.

Aujourd'hui un rééquilibrage des forces se profile. Comme l'ont fait les actionnaires dans les années 1980, les autres parties prenantes de l'entreprise n'attendent plus que des lois soient votées<sup>10</sup> par les gouvernements, et demandent aux dirigeants de rendre des comptes. Elles souhaitent un meilleur équilibre dans la répartition de la création de valeur. L'entreprise, pour garder sa légitimité, et au-delà d'être performante, se doit d'avoir une vision à long terme, de

---

<sup>10</sup> En France le rapport du comité Notat-Senard est remis au président de la République en Mars 2018. En plus de suggérer aux entreprises de repenser leur raison d'être, le rapport recommande de réécrire l'article 1833 du code civil « *Toute société doit avoir un objet licite et être constitué dans l'intérêt commun des associés* », en y ajoutant un second alinéa sur l'objet sociale et environnemental de l'entreprise : « *La société doit être gérée dans son intérêt propre, en considérant les enjeux sociaux et environnementaux de son activité.* »

jouer un rôle sociétal, de créer de la valeur au bénéfice de toutes ses parties prenantes, et pas seulement pour ses actionnaires. (Martinet et Reynaud 2015).

Des signes visibles de remise en cause du modèle dominant de la Shareholder value (valeur actionnariale) se multiplient, donnant tout son poids à la théorie de la Stakeholder value (valeur partenariale). Les plus visibles proviennent des États-Unis, promoteur jusque-là d'un capitalisme plutôt très libéral, qui viennent de labéliser un statut juridique « B-Corp » pour Benefit Corporation, que certains qualifient déjà de « 4eme économie ». Depuis 2012, ce label s'adresse aux entreprises qui souhaitent inscrire dans leur raison d'être des objectifs extra-financiers (sociétaux et ou environnementaux) allant au-delà des seuls intérêts de leurs actionnaires et investisseurs. Sur le site de Benefit Corporation nous pouvons lire: "*Certified B Corporations are businesses that meet the highest standards of verified social and environmental performance, public transparency, and legal accountability to balance profit and purpose. B Corps are accelerating a global culture shift to redefine success in business and build a more inclusive and sustainable economy*"<sup>11</sup> . Il n'est pas question ici de philanthropie, ces entreprises se doivent de créer de la valeur et d'être profitable, leur but étant de réconcilier entreprise à but lucratif et intérêt général. En France l'entreprise Danone s'est engagé pleinement dans ce courant de transformation. L'entreprise vient d'obtenir le label B-corp pour ses filiales aux États Unis et au Canada <sup>12</sup>. Désormais, 30 % du chiffre d'affaires de Danone est couvert par cette certification.

### ***Le rôle du dirigeant de la grande entreprise cotée, objet de recherche***

L'exemple de Danone et de son dirigeant Emmanuel Faber nous offre la transition suivante ; quand loi PACTE se concentre sur la responsabilité sociétale et la raison d'être de l'entreprise, pourquoi alors s'intéresser en particulier, à la thématique du rôle du dirigeant d'entreprise cotée?

Au travers de notre recherche, nous traduisons l'intérêt d'une approche interdisciplinaire reliant sociologie des comportements, conduite du changement, management des organisations, dont

---

<sup>11</sup> <https://bcorporation.eu/about-b-corps>

<sup>12</sup> Selon le journal LSA commerce et consommation, Danone, compte huit entités bénéficiant de ce label : Danone Produits Frais France (Les Prés Rient Bio avec Les 2 Vaches), Espagne, Royaume-Uni, aux États-Unis avec la marque de nutrition infantile Happy Family, Danone Aguas en Argentine et Aqua en Indonésie



l'individu se trouve être le centre de la réussite ou de l'échec dans une transformation de l'Économie des entreprises et de leur raison d'être sociétale.

En effet, pour qu'il y ait changement de paradigme, au-delà des éléments fournis par Orléan (des crises systémiques et d'un nouveau paradigme), nous pensons qu'il faut des acteurs « sponsors » et « promoteurs » du changement, incarnation stratégique du sens de l'urgence créé par la situation actuelle et porteurs d'une vision de ce que le futur pourra représenter une fois les valeurs réconciliées. En effet, lorsque l'on parle des entreprises, même si le droit leur confère le statut de « personne morale », elles ne sont pas pour autant douées d'une réflexion propre, de croyances, de principes moraux ou de finalités. Les entreprises ne changent pas, ne se transforment pas seules. Les entreprises sont, au travers d'une incarnation stratégique, la résultante de motivations particulières, de valeurs, insufflées par leur dirigeant. Ce sont eux les acteurs du changement, eux qui vont décider de lui donner sens et ainsi d'embarquer les équipes dans ce mouvement.

Le dirigeant est celui qui :

- Occupe la plus haute fonction au sein d'une entreprise dont le capital est détenu par des actionnaires.
- Est en charge des décisions dans son entreprise au travers d'une gouvernance : « *un système de mécanismes qui gouvernent sa conduite et délimitent sa latitude discrétionnaire* » (Charreaux, 1997).
- Tient un rôle d'acteur central, mais non unique, dans le processus de création de la valeur (Charreaux et Desbrières, 1998) et dispose également de la capacité à influencer sur sa répartition (Hill et Jones, 1992)
- Et enfin il représente l'entreprise dans ses rapports contractuels avec ses parties prenantes (actionnaires, clients, collaborateurs, conseil d'administration, les médias, le gouvernement, les ONG, la communauté en générale) (Hill et Jones, 1992)

Dans le vocabulaire français on assimile la plupart du temps « le dirigeant » de la grande entreprise cotée, au P-DG. Il n'existe pas dans l'appellation anglo-saxonne d'équivalent car en général les fonctions de Président (Chairman) et Directeur Général (CEO) sont séparées. Dans tous les cas que nous faisons référence au dirigeant, au P-DG., au DG ou au CEO nous

l'entendons comme la personne qui incarne « *le pouvoir exécutif avec pour fonction principale de définir la stratégie et de la mettre en œuvre ... (celui qui) organise et légitime la hiérarchie du pouvoir à l'intérieur de l'entreprise pour assurer son efficacité. Il oriente ainsi concrètement le destin de l'entreprise* » (Gomez, 2018, p27).

De par le pouvoir de la fonction qui lui est attribuée, Il joue un rôle prégnant dans le processus de décision stratégique en fonction des intérêts perçus pour l'entreprise mais aussi en fonction de ses préférences personnelles.

De nombreux chercheurs en sciences de gestion ont mené des recherches sur le rôle du dirigeant notamment au niveau des caractéristiques

- De l'organisation de son travail (Mintzberg, 1973, 2013, Sadun & Al. 2017, Porter & Nohria 2018)
- Du processus de prise de décision (Barnard, 1958, Isenberg, 1984, Charreaux 1996)
- De son style de management (Barnard, 1938, Mintzberg, 1973, Drucker, 1974, Chandler 1977)
- Des comportements stratégiques individuels et de son enracinement (Chandler 1977, Schleifer et Vishny, 1989, Porter 1992, Pigé, 1998, Albouy 1999, Gomez 2009),
- De sa discrétion ou latitude managériale (Charreaux 1997, Charreaux et Desbrières 1998, Caby & Hirigoyen 2001, Gomez 2003)
- Ou encore sur son engagement et ses responsabilités devant les parties prenantes (Freeman 1984, 2010, Sloan 1990, Marais & Reynaud 2016).

Ce qui nous intéresse en particulier dans notre recherche, c'est l'implication du dirigeant comme facteur de légitimité dans le processus de changement qui s'engage et de son implication stratégique dans la création et le partage de la valeur avec ses parties prenantes. Dispose-t-il encore de la latitude discrétionnaire ou managériale<sup>13</sup> (Wirtz, 1999) suffisante dans un contexte

---

<sup>13</sup> « La latitude managériale s'entend comme la liberté d'action du dirigeant par rapport à la poursuite de sa stratégie personnelle » Peter Wirtz. Évolution institutionnelle, schémas mentaux et gouvernement des entreprises : le cas Krupp - Thyssen. Finance Contrôle Stratégie, Association FCS, 1999, 2 (1), pp.117.

de financiarisation des entreprises, et quelles sont ses motivations et sa volonté à le faire. Plus simplement ceci revient à poser la question : les dirigeants du CAC40 peuvent-ils / veulent-ils réconcilier la valeur actionnariale et la valeur partenariale ?

Nous étudierons comment dans la pratique, de nombreux dirigeants français se mobilisent pour intégrer les attentes de la Société dans la conduite de leur stratégie. Cependant ils restent soumis à la pression continue des marchés financiers qui nécessitent un arbitrage constant entre les attentes souvent contradictoires de ses différentes parties prenantes. A la tête d'une grande entreprise cotée des bourses mondiales, le CEO d'une entreprise qui réalise des profits de l'ordre des milliards d'euros, a-t-il encore le choix de sa stratégie singulière pour cette réconciliation des valeurs actionnariale et partenariale ?

Emmanuel Faber, le Patron de Danone, en fait aujourd'hui le difficile apprentissage. Dans son discours à HEC, il interpelle les étudiants et futurs actifs sur l'agir et les convictions personnelles « *Qu'allez-vous faire de votre vie ? la main invisible que l'on vous a enseignée n'existe pas. Les seules qui existent ce sont les vôtres pour changer les choses. ... Méfiez-vous des trois maladies qui vous menacent : le pouvoir, l'argent, et la gloire. Tant de gens sont prisonniers de l'argent qu'ils ont gagné. Restez libre. Le seul pouvoir est celui de rendre service* ». Est-ce de l'opportunisme ou une réelle prise de conscience que le modèle financiarisé actuel démontre ses limites et que le dirigeant d'entreprise cotée a un rôle central à jouer de promoteur de la réconciliation des valeurs ?

### ***Problématique et objectifs de notre recherche***

Notre travail de recherche part du croisement de deux thématiques assez larges en sciences de gestion : la création de valeur par l'entreprise et le rôle du dirigeant d'entreprise cotée, dans ses choix stratégiques de création et de répartition de la valeur entre ses parties prenantes. De part cette amplitude ce travail s'inscrit dans un temps long pour lequel, la thèse constitue une première étape dans ce cheminement.

Cette recherche commence donc par l'analyse des interactions entre individus et le contexte de financiarisation de l'entreprise, nous tenterons de :

- Comprendre, au travers de la revue de littérature la tension entre

- La latitude au sens de Charreaux (2015) entendue comme marge de manœuvre, dont dispose le dirigeant d'entreprise cotée dans son environnement et face aux injonctions parfois contradictoires de ses parties prenantes. Le « PEUT-IL » ?
  - Et sa volonté à incarner le changement de paradigme et à participer à la transformation qui se joue dans l'équation financiarisée (et donc à jouer le rôle de réconciliateur des valeurs actionnariale et partenariale). Le « VEUT-IL » ?
- Cartographier au travers d'entretiens, avec un panel de dirigeants de grandes entreprises cotées en France,
    - Le degré de conscience de ces derniers quant à la nécessité d'un changement de paradigme et de la promotion une réconciliation des valeurs actionnariale et partenariale. Ce que les théoriciens de la conduite du changement appellent « le sens de l'urgence ».
    - Le rapport de la latitude et de la volonté, (dans le couple intention-comportement associé) de ces mêmes dirigeants, à incarner ce rôle « réconciliant ».

D'où notre question de recherche : vers un changement de paradigme de la valeur : les dirigeants du CAC40 peuvent-ils / veulent-ils réconcilier la valeur actionnariale et la valeur partenariale ?

Nous avons choisi de restreindre notre recherche à l'étude d'un panel de dirigeants du CAC40 car il nous a semblé que :

- L'appartenance aux grandes entreprises cotées en France (notamment celles qui composent l'indice CAC 40) par son effet d'attractivité des investissements <sup>14</sup>, mais aussi par la signification sociale que cela représente pour un dirigeant, constitue une composante essentielle du pouvoir économique et des comportements stratégiques associés.

---

<sup>14</sup> La valorisation

- Ensuite d'un point de vue historique et culturel, le capitalisme Français développé depuis le 19<sup>ème</sup> siècle est tout à fait singulier, incarné par des symboles forts, et permettant de maintenir jusqu'à présent, une certaine forme de cohésion entre Économie et Société. Ce « protectionnisme social » à la française, est en Europe comme le modèle Rhénan allemand, ou le modèle Japonais en Asie, un modèle à priori plus inclusif de ses parties prenantes et de la Société en général<sup>15</sup>. Pour autant et jusqu'à présent les chercheurs se sont plus focalisés sur la polarisation des modèles anglo-saxons (États-Unis et Grande-Bretagne) et Rhénan-Asiatique de l'autre (Allemagne-Japon) Par conséquent, une description des caractéristiques distinctives de la France pourrait permettre d'affiner les connaissances empiriques sur un modèle finalement peu étudié.
- Ses chefs d'entreprise, formés dans les grandes écoles élitistes, au pouvoir considérable étaient pendant longtemps porteur d'un schéma plutôt paternaliste et social du management de l'entreprise. « *La portée sociale des décisions constitue un élément d'appréciation incontournable en France. A l'efficacité économique s'ajoutent donc des objectifs de performance sociale* » (Very, Serio, 2000).
- Par ailleurs, d'un point de vue juridique et légal, bien que la règle des obligations fiduciaires n'existe pas en droit français, on constate que la présence des fonds anglo-saxons au capital des sociétés en France influence les objectifs de ces dernières. Les exigences de maximisation de la valeur actionnariale gagnent du terrain sur les stratégies des dirigeants d'entreprises. Le code civil français d'ailleurs, dans ses articles 1833 disposant que « *la société est intitulée par deux ou plusieurs personnes qui conviennent par contrat d'affecter à une entreprise commune des biens ou des industries en vue de partager le bénéfice ou de profiter de l'économie qui pourra en résulter. (...) toute société doit avoir un objet licite et être constituée dans l'intérêt commun des associés* », a été amendé au travers du projet de loi PACTE. Le premier ministre Bruno Lemaire s'en explique : « *L'article 1833 du Code civil a été modifié pour consacrer la notion jurisprudentielle d'intérêt social et pour affirmer la nécessité pour les sociétés de prendre en considération les enjeux sociaux et environnementaux inhérents à leur activité.* » ceci donne au modèle capitalistique français un intérêt substantiel dans l'approche partenariale de la valeur, qui intéresse grandement notre recherche.

---

<sup>15</sup> Ceci pour le situer en comparaison au modèle anglo-saxon américain ou anglais, qui lui est beaucoup plus libéral et hérité du modèle d'A Smith plus individualiste de « la main invisible ».

- Enfin, d'un point de vue économique et financier, les grandes entreprises cotées en France ont développé un système de participation croisées (détentions réciproques de titre d'autres entreprises françaises) hérité de l'histoire des nationalisations et privatisations des années 1980-1990 et qui leur permettait d'éviter les prises de contrôle par un actionnariat soudainement devenu majoritaire et potentiellement hostile. Depuis ce système Français a connu plusieurs transformations majeures. Aujourd'hui, les entreprises sont détenues à plus de 40% (du moins pour le CAC40) par des investisseurs étrangers, et les nouvelles formes d'activisme actionnarial permettent aux hedge funds d'extraire de la valeur sans avoir à organiser l'acquisition d'une entreprise. Cette transformation réorganise une toute autre forme d'environnement financier potentiellement hostile pour les entreprises françaises et la latitude de leurs dirigeants.

Pour des raisons de convention nous utilisons tout au long de notre travail le terme d'entreprise en ayant tout à fait conscience de la différence entre la « société », personne morale et représentation juridique de l'entreprise, qui lie de façon contractuelle des associées, des salariés, fournisseurs, clients, créanciers, etc... et « l'entreprise », organisation collective sociale, économique et culturelle qui représente l'activité et la mise en œuvre de son objet social (Torrès 2018).



## **Première partie**

### **Le changement de paradigme de la valeur : pourquoi une réconciliation des valeurs actionnariale et partenariale ?**



« *Le premier épisode s'ouvre sur un monde anéanti par une crise financière sans précédent. Pourtant, alors que l'économie des pays industrialisés est ravagée, que les chômeurs et les petits porteurs ruinés se comptent par millions, une valeur financière semble résister : l'être humain. Les représentants de l'élite de la société peuvent maintenant se faire coter en bourse et devenir des « Red Eyes ». L'introduction en bourse n'est donc plus le seul privilège de personnes morales, c'est aussi une réalité pour des personnes physiques, qui perçoivent un capital, portent au poignet une « rate watch » qui indique leur cotation et rendent des comptes à leurs actionnaires dans des assemblées générales... le personnage principal Félix Fox a besoin d'argent et ne rêve que d'une chose : se faire coter en bourse. Il y parvient à force de persuasion et d'efforts. Soutenu par le créateur du H.\$E (Human Stock Exchange), il voit sa cote monter en flèche et atteindre des sommets, mais bien sûr il y a un prix à payer en retour... ».* Ce synopsis n'est pas celui d'une nouvelle série disponible sur Netflix. C'est celui de « *Human Stock Exchange, Demain l'être humain sera coté en Bourse* », bande dessinée d'anticipation (Dorison et Allart (2014)) qui nous plonge dans une histoire simple et dérangeante, celle d'une Société dans laquelle l'être humain est un objet de spéculation, coté en bourse.

Dans un monde de plus en plus financiarisé, notre Société contemporaine se trouve à une étape charnière de son histoire et de son développement. Cet exemple même sur le ton de la bande dessinée, illustre bien le fait que nous sommes passé d'une Société de la personne à une Société de l'individu, où chaque humain et ses données personnelles deviennent une opportunité capitalistique. Nous avons perdu notre identité au profit d'un traitement statistique de ce que nous sommes. Nous vivons « *une crise du sens de l'humain, une crise d'identité, une crise des finalités* » (Schwerer, 2013) qui conduit la Société, à tenter de reprendre la place qui est la sienne, celle de remettre la Finance au service de l'Économie et l'Économie au service de son bien-être.

### **Pour quelle raison ce changement s'imposerait-il à l'Économie et surtout à la Finance ?**

Boyer (2018) nous en donne une réponse très factuelle et symbolique, il écrit « *la domination de la finance repose en fait sur un nombre réduit de bénéficiaires, en l'occurrence les financiers eux-mêmes, les hauts dirigeants des entreprises rémunérés par rapport à la valorisation boursière et une nouvelle classe de rentiers qui prospèrent à travers la succession des emballements spéculatifs. La financiarisation accentue encore la pression de la concurrence internationale en disciplinant la formation du revenu salarial et généralisant les contrats de travail les plus flexibles : s'accroît donc la polarisation sociale. Dans les sociétés où prévaut*

*une démocratie représentative, les perdants de ce régime internationalisé et financiarisé trouvent l'occasion – référendum (Royaume-Uni), élections présidentielles (États-Unis) ou législatives (Allemagne) – de signifier aux politiques leur colère en votant pour des personnalités ou des partis prônant le retour en force de l'État-nation, seul rempart à la poursuite du processus de marginalisation d'une partie croissante des salariés ».*

Foessel (2019) en fait le constat similaire. Au regard de la perception des logiques actuelles, il confirme une analogie<sup>16</sup> entre deux périodes 1938 et 2018, dont l'un des points centraux se trouve être la crise systémique du capitalisme. Il nous rappelle qu'en Août 1938 s'est tenu le premier colloque qui introduisit le concept de « néolibéralisme ». Même si les différences des vues entre les participants<sup>17</sup> ont été importantes, tous se sont rejoint sur l'idée que « *le libéralisme ancien du « laisser-faire » n'est plus à la hauteur des enjeux* ». S'en est suivi la proposition que les États interviennent pour réguler les marchés financiers qui ne pouvaient selon eux plus être considérés comme des systèmes autorégulés. Et pour les dirigeants de grandes entreprises « *il faut instituer un individu entrepreneur de lui-même qui envisage toutes les dimensions de sa vie en termes de coûts et bénéfices* ». L'analogie est saisissante, y aurait-il « *des revenants dans l'histoire* » ?

### **Alors comment sortir de ce double encastrement de la Société civile ?**

Hier encore le rôle de l'entreprise était entendu comme celui de se concentrer sur la prospérité qui par capillarité ruissèlerait sur la Société, et celui de l'État, revenait à s'assurer que la Société ne soit pas oubliée dans ce partage. Aujourd'hui ce modus operandi ne fonctionne plus.

Nous l'aborderons dans les chapitres de cette première partie, le paradigme de la création de valeur et ses indicateurs financiers associés, sont devenus l'impérieuse nécessité des entreprises. Dans ce processus, la Finance portée par des croyances, et indicateurs dogmatiques hérités de la pensée de M. Friedman, a créé un déséquilibre de la distribution de la « création de valeur » vers l'actionnaire.

---

<sup>16</sup> Il précise d'ailleurs « *Une analogie n'est pas une simple ressemblance, mais une égalité des proportions. Elle n'affirme pas que  $A=B$  (1938=2018), mais que  $A/B= C/D$  : il s'agit d'une identité de rapports entre des réalités hétérogènes* » p170

<sup>17</sup> F.Hayek, J.Rueff, L.Von Mises, L.Rougier, R.Aron

Des entreprises « États » émergent d'un processus de valorisations chrématistiques par les marchés financiers, et déstabilisent les institutions surendettées dans leur rôle d'arbitre sociétal. On peut citer, à titre d'exemple, Facebook, qui quelques mois après avoir été convoqué au congrès américain et à la commission européenne pour justifier de ses agissements sur la protection des données utilisateurs, annonce à l'été 2019 que l'entreprise souhaite créer « Libra », sa propre monnaie virtuelle.

De leur côté, les États tentent de résister mais sont trop occupés à justifier leur propre existence démocratique et gérer les conflits sociaux et budgétaires générés par ce déséquilibre. Pour exemple le Brexit en Grande Bretagne, ou la remise en question du multilatéralisme par le président Trump aux États-Unis, démontrent que le pouvoir et la légitimité démocratique des États a fortement diminué, tandis que les entreprises accroissent leur processus d'ajustement de leur compétitivité sur la seule variable encore à leur disposition, celle des ressources humaines.

**Pour que le « désencastrement » puisse avoir lieu, ne semble-t-il pas fondamental qu'un changement de paradigme de la valeur s'opère ?** Nous allons nous attacher dans cette première partie à comprendre le paradigme de la création de la valeur, comment ce paradigme est apparu puis s'est scindé en deux pour faire émerger une valeur actionnariale (maintenant VA) et une valeur partenariale (maintenant VP), processus qui, jusqu'à présent, a consacré le déséquilibre vers la VA, et pourquoi il serait souhaitable d'envisager une réconciliation des valeurs.

# 1. Le paradigme de la valeur

*« Rien ne se perd, rien ne se crée, tout se transforme ».* Lavoisier

Pour comprendre les théories de la croissance économique durable, il est important de comprendre les origines de l'amélioration des performances des entreprises et les moyens utilisés pour y parvenir. La longue histoire de la transformation des entreprises nous apprend que pour cela il faut appréhender les facteurs complexes qui interviennent dans le processus de leur évolution et en extraire les éléments clefs qui ont permis aux entreprises de durer et de prospérer. Le concept de la création de valeur, fait partie des éléments importants qui jalonnent cette histoire. D'où vient ce concept, et pourquoi celui-ci s'est-il orienté vers un déséquilibre presque exclusif vers la création de valeur pour les actionnaires ?

L'objectif de ce chapitre, au travers d'une rétro exploration, sera de démontrer que le déséquilibre vers la VA que la financiarisation stigmatise aujourd'hui, est finalement la résultante de la rencontre ;

- D'une part, de la transformation profonde de la sphère économique et de sa financiarisation, bouleversant la distribution des pouvoirs entre les différentes parties prenantes de l'entreprise, faisant émerger de ce groupe, l'actionnaire<sup>18</sup>, comme nouvelle position de force, vis à vis du dirigeant d'entreprise cotée et le principe de la relation agent (dirigeant) – principal (actionnaire) dans la gouvernance. (Lordon, 2000).
- D'autre part, de concepts financiers mis en avant par les méthodes des cabinets de conseil en management et stratégies<sup>19</sup> et enseignés dans les MBA (Ghoshal, 2005), et qui corrélient les indicateurs de performance internes, aux valeurs boursières des entreprises. Associés à de nouvelles normes comptables internationales, qui échappent à tout contrôle démocratique des États, et qui imposent la notion financière de « juste valeur » à l'entreprise (IFRS), ces concepts vont précipiter la création de valeur et plus

---

<sup>18</sup> ou du moins ses représentants, les investisseurs institutionnels

<sup>19</sup> Boston Consulting Group (total shareholder Return TSR), Steward and Stern (Economic value added, EVA),

précisément la création de valeur pour l'actionnaire, en nouveau référentiel normatif et universel du dirigeant d'entreprise cotée. (Gomez, 2009).

- Et enfin, d'un certain économisme de la valeur, qui en justifiant son existence dans la transcendance des désaccords éventuels entre les parties prenantes, a relégué le profit à une notion totalement désuète et permis le monopole de l'attribution de la création de valeur vers une partie prenante unique ; l'actionnaire. Amazon par exemple, n'a produit en 20 années de cotation qu'une bien maigre profitabilité, et pourtant à l'été 2018 elle est la seconde entreprise cotée au S&P500 à passer la barre des 1000 milliards de capitalisation boursière. Si demain nous clôturons Amazon, où est la création de valeur ?

Il nous semble ici fondamental de montrer que ces axes de réflexions que nous allons aborder, ont participé à modifier les schémas mentaux des dirigeants, leur faisant abandonner pour certains leur singularité stratégique liée à la production économique et à la vision de long terme, pour répondre aux injonctions normatives et mimétiques court-termistes des marchés financiers. Leur latitude managériale (Charreaux, 2015) aurait été directement impacté par le phénomène.

Pour se faire nous verrons, qu'il y a de nombreux éléments de contextualisation qui ont amené au concept de la création de valeur et ensuite au déséquilibre vers la création de VA, aussi nous avons entrepris de mobiliser trois axes majeurs d'analyse.

- **La normalisation de la gestion par la valeur**, et la modification du champ « référentiel » de l'entreprise, du profit, vers la rentabilité de ses investissements, vers la création de valeur, et transformant l'expertise des dirigeants en stratégies de management « gestionnaire », le « managing by numbers » (Chandler, 1977) reconfigurant les motivations du dirigeant au travers de la gouvernance.
- **L'Universalité de l'idéologie actionnariale**, portée notamment par la théorie de l'agence (Jensen et Meckling (1976)) et caractérisée par la fiction juridique du nœud de contrats qui fait des actionnaires, les « propriétaires » de l'entreprise alors que dans la

réalité l'entreprise crée la valeur dans une interaction bien plus élargie avec de nombreux acteurs qui la composent et l'entourent.

- Nous verrons aussi dans cette partie **la difficile existence de la valeur partenariale**, issue de la Stakeholder Theory, prise au piège de l'économisme de la valeur. Elle apparaît comme un concept ambiguë, difficile à hiérarchiser entre ses différentes parties prenantes, une valeur contraignante finalement plus qu'une valeur sociétale (Vatteville, 2008).

## 1.1. Origine de la normalisation de la gestion par la valeur

Quelle est l'origine du concept de création de valeur pour l'entreprise ? Comment, pourquoi et pour qui la mesure-t-on ? Ce concept largement utilisé ces dernières décennies nous a paru intéressant à étudier de par

- Sa diversité de définition, et son caractère presque intangible tellement les attentes semblent converger vers l'infini. Nous le verrons, il n'existe pas UNE « création de valeur » comme un chiffre fini, il y a LA « création de valeur », comme une courbe mesurant des attentes toujours plus grandes de la part des marchés financiers.
- Son caractère d'impératif dogmatique, injonction particulière pour le dirigeant, caricaturé par la relation d'incitation financière chrématistique qui fait l'objet depuis quelques temps de vives réactions quand les rémunérations annuelles des dirigeants doivent être votées dans les assemblées générales d'entreprises.

Pour transformer les schémas stratégiques et mentaux des dirigeants des grandes entreprises cotées très souvent « financiarisés », il semble important de comprendre ce que nous entendons par la création de valeur et envisager l'évolution profonde de cette notion centrale (Hart, Zingalès, 2017).

Nous allons nous attacher à présenter cette évolution en suivant les aspects diachronique et synchronique de la création de la valeur. Le traitement diachronique nous permettra de considérer sa définition sous l'angle de son origine et de ses évolutions dans le temps, tandis que le second nous permettra de l'envisager à un moment donné du temps.

### 1.1.1. Une approche synchronique de la création de valeur

Lorsque l'on fait référence à la « création de valeur », il est assez fréquent de faire l'association avec le monde économique et en particulier celui de l'entreprise. Et si ce concept est récurrent depuis des années dans les communications financières des entreprises cotées, et régulièrement mobilisé en sciences de gestion, il n'en reste pas moins un concept à définition polysémique, difficile à cerner (Brechet et Desreumaux, 1998).

Lordon (2000) écrit à ce propos : « *La valeur s'est imposée comme une sorte de mot fétiche, légitimateur universel et définitif de toutes les pratiques managériales, psalmodiée rituellement dans toutes les situations de justification (face aux actionnaires, aux salariés, aux pouvoirs publics, à l'opinion) et dont le fonctionnement magique et mécanique dénote une modalité discursive tout autre que celle de la pure rationalité économique* ».

Son sens deviendra concret, mais non unique, pour le lecteur dès lors qu'il se tournera vers :

- Un champ théorique disciplinaire référent (Marketing, Stratégie, Économie, Finance, Gestion, Ressources Humaines)
- Les acteurs interagissant avec l'entreprise, participant à la création de valeur ou étant impactés par ses externalités (employés, clients, fournisseurs, actionnaires, banquiers, collectivités locales...etc)
- Ou encore, les caractéristiques de sa classification.

Nous verrons que sa définition renvoie souvent à la question du destinataire de la valeur créée. Pour qui l'entreprise crée-t-elle la valeur ?

Notons que la notion de « valeur » constitutive du concept de « création de valeur » par l'entreprise, et objet de notre question de recherche, est entendue ici dans son sens économique, par différence avec les notions esthétique, culturelle, humaine ou encore spirituelle et philosophique de la valeur.



#### 1.1.1.1. Le point de vue des champs disciplinaires académiques

Le concept économique moderne de la « création de valeur » a tout d'abord été mobilisé en sciences économiques par l'école classique<sup>20</sup> puis néo-classique, et ensuite dans les théories comptables et financières de l'entreprise (Caby et Hirigoyen, 2005). Le dictionnaire nous en donne la définition suivante : « *caractère mesurable d'un objet en tant que susceptible d'être échangé, d'être désiré* ». Cette acceptation conduit aux notions de valeur d'échange, d'utilité, de profitabilité (Orléan, 2011) développées par les théories économiques successives. Plus tard, en science de gestion, on parlera de conception, de production et de répartition de la valeur créée « *avec une attention particulière au profit qui constitue à la fois la preuve du fait que l'entreprise a créé plus de valeur marchande qu'elle n'en a consommé et la motivation de l'acte d'entreprendre* » (Brechet et Desreumaux, 1998, p 4).

Aujourd'hui, suivant que l'on se place dans le champ d'une théorie disciplinaire ou l'autre il est difficile de trouver un « sens économique » de la création de valeur qui soit unique ou fédérateur. Contourner cet obstacle demande donc que le chercheur rattache clairement le concept de valeur à son champ disciplinaire d'appartenance. Cette recherche d'une définition de la création de valeur par l'entreprise appelle très rapidement à se tourner vers les disciplines de la comptabilité et de la finance.

*L'American Institute of Certified Public Accountants (AICPA)*, donne **la définition comptable** suivante de la création de valeur : « *quand la gestion de l'entreprise produit des revenus supérieurs aux coûts économiques générés par ces revenus* », les « coûts économiques » étant la somme du coût du travail, des achats de matières premières et des matériels, d'utilisation des actifs physiques (ce que la comptabilité appelle l'amortissement des immobilisations) et enfin le coût du capital et de la dette contractés pour développer les parts de marché et les taxes sur les bénéfices de l'entreprise.

La problématique de la création de valeur pour la discipline comptable réside dans l'impératif de la quantification monétaire de la valeur des biens et leur report au bilan de l'entreprise. En effet, le modèle comptable reposant sur le principe de prudence, impose une comptabilisation

---

20 A. Smith, D. Ricardo, J.S. Mill, J-B. Say, Walras etc. « Il s'agit maintenant d'examiner quelles sont les règles que les hommes observent naturellement, en échangeant les marchandises l'une contre l'autre, ou contre de l'argent. Ces règles déterminent ce qu'on peut appeler la valeur relative ou échangeable des marchandises ». A Smith dans Recherches sur la nature et les causes de la richesse des nations, « De l'origine et de l'usage de la monnaie », Livre I, Chapitre IV (1776) p4.

des actifs majoritairement à leur coût historique sans prendre en compte la valeur de marché représentée par cet actif durant sa période d'utilisation dans l'entreprise. Cette notion de juste valeur a de fait permis de faire entrer la volatilité des marchés financiers dans le cadre économique de l'entreprise et à participer à sa financiarisation.

Dans l'**approche financière** classique, largement inspirée des données comptables, la définition de la création de valeur est confondue avec la création de valeur pour les actionnaires. Elle est fondée sur les axiomes d'autonomie, de rationalité, et d'information des individus dans un marché autorégulé qui définit à tout moment la « juste valeur » de l'entreprise. Le « Vernimmen » en donne la définition suivante : *« résultat de la capacité de l'entreprise à réaliser un ou des investissements dont le taux de rentabilité s'avère être supérieur au taux de rentabilité exigé (coût moyen pondéré du capital) compte tenu du risque de l'investissement. La création de valeur est l'objectif rationnel de tout dirigeant de société. »* Sous cette hypothèse, le dirigeant doit se concentrer sur la maximisation des profits de son entreprise (Friedman, 1970)<sup>21</sup>. Au travers de la gouvernance, la relation d'Agence (Jensen et Meckling, 1976) qui lie contractuellement le dirigeant et l'actionnaire, permet d'aligner les intérêts des deux parties.

Cependant, dans la théorie financière, il ne suffit pas que l'entreprise soit profitable économiquement, pour qu'elle crée de la valeur. Le concept de VA repose sur l'idée que le capital doit avoir une rémunération supérieure à celle de la dette (coût d'opportunité) car l'actionnaire prend un risque « supérieur ». La VA est ainsi le résultat de la rente reçue par les créanciers résiduels exclusifs de l'entreprise à savoir les actionnaires (Albouy, 2006). Dans l'approche financière, la création de valeur devient la création de valeur pour l'actionnaire et se mesure par le « profit financier » et dans la variation de la capitalisation boursière de l'entreprise (prix de l'action entre le moment de l'achat par l'actionnaire et sa revente, augmenté des dividendes reçus dans la période).

Ces deux approches disciplinaires, bien que proches ne produisent pas de synthèse « transversale et fédératrice » de la définition de création de valeur (Brechet et Desreumaux,

---

<sup>21</sup> Pour Friedman et l'école de Chicago, la seule responsabilité sociale de l'entreprise est celle de faire du profit. « Peu d'évolutions pourraient miner aussi profondément les fondations mêmes de notre société libre que l'acceptation par les dirigeants d'entreprise d'une responsabilité sociale autre que celle de faire le plus d'argent possible pour leurs actionnaires. C'est une doctrine fondamentalement subversive. Si les hommes d'affaires ont une responsabilité autre que celle du profit maximum pour les actionnaires, comment peuvent-ils savoir ce qu'elle est ? Des individus privés auto-désignés peuvent-ils décider de ce qui est l'intérêt de la société ? » (Friedman, 1962)

1998), sauf à garder l'objectif de maximisation de la profitabilité, et la création de valeur pour l'actionnaire comme objectif unique du dirigeant d'entreprise cotée. (Caby et Hirigoyen, 2013).

Pour la théorie du **management par les ressources**, le concept de la création de valeur est abordé sous l'angle de la différenciation concurrentielle par les compétences. Il est en effet très important pour une entreprise de savoir faire un état des lieux des ressources stratégiques susceptibles de lui fournir un avantage concurrentiel durable. Le capital humain et sa mise en œuvre par l'outil managérial, est une ressource clef de la création de valeur par l'entreprise (Hoarau et Teller, 2001). En l'état, cet « *ensemble des capacités productives qu'un individu acquiert par accumulation de connaissances générales ou spécifiques, de savoir-faire, etc.* »<sup>22</sup>, représente une valeur économique au même titre que toute autre ressource matérielle de l'entreprise, ce sont cette connaissance et cette expérience qui permettent de créer la valeur et qui différencient une entreprise vis-à-vis de la concurrence en lui apportant un avantage compétitif difficile à dupliquer. C'est donc un vrai avantage différenciant si l'on compare avec le capital financier apporté par les actionnaires, qui lui n'apporte pas de compétence particulière (Charreaux et Desbrières, 1998). Malgré cette argumentation, l'intangibilité de création de valeur, ou « valeur organisationnelle », (Cappelletti et Khouatra, 2011) n'est pas valorisée par la comptabilité sauf à se retrouver éventuellement agrégée dans le « goodwill » au moment de la vente de l'entreprise.

**Dans les champs de la stratégie et du marketing**, la création de valeur est assimilée à un positionnement stratégique porté par une « vision » de son dirigeant.

Dans le champ de la gestion de la production, et de l'environnement concurrentiel de l'entreprise, de nombreux chercheurs tels Chandler, Ansoff, Porter, ont participé à la définition de la création de valeur. Porter en particulier a introduit la notion de chaîne de valeur. Il considère que les activités internes<sup>23</sup> d'une entreprise peuvent être source d'un « avantage concurrentiel ». Cet avantage « *procède essentiellement de la valeur qu'une firme peut créer*

---

<sup>22</sup> G. S. Becker, *Human Capital, A Theoretical and Empirical Analysis*, Columbia University Press for the National Bureau of Economic Research, New York, 1964.

<sup>23</sup> Les activités internes génératrices de valeur sont de deux types :  
Les activités principales : La logistique interne, la production, la logistique externe, La commercialisation et la vente et le service après-vente.  
Les activités de soutien : Les approvisionnements la recherche et développement, la gestion des ressources humaines, et les fonctions support de l'entreprise comme la finance, l'informatique, le juridique....

*pour ses clients en sus des coûts supportés par la firme pour le créer. La valeur est ce que les clients sont prêts à payer et une valeur supérieure s'obtient en pratiquant des prix inférieurs à ceux de ses concurrents pour des avantages équivalents ou en fournissant des avantages uniques qui font plus que compenser un prix plus élevé* ». Autrement dit on peut l'assimiler à un « surplus consommateur ». En analysant sa chaîne d'activités, le dirigeant va pouvoir identifier ses compétences et son savoir-faire et organiser les compétences clefs dont il a besoin, celles qui devra développer, et celles qu'il va pouvoir sous-traiter. Ceci dans le but de générer de la valeur via le positionnement de son entreprise sur son marché, ce qui lui procurera un « avantage concurrentiel ».

Pour la discipline du marketing, l'approche se fait cette fois-ci, par l'offre de l'entreprise et la demande des clients-consommateurs. La création de valeur provient alors de tout produit ou service capable d'apporter une utilité et un désir d'achat par un consommateur qui, à priori, n'en aurait pas forcément eu besoin. La valeur délivrée au client est déclinée en valeur globale, valeur de produit et service, valeur d'image...etc.

**En résumé**, même si nous trouvons ici les fondements d'une tension entre les perspectives de production et d'échange de la création de valeur par l'entreprise, les approches disciplinaires ne nous apportent pas de concept commun et fédérateur. Ceci s'explique par la complémentarité de chacune, qui dans cette tentative n'ont pas encore trouvé le paradigme convergent « *chaque discipline, sauf à oublier sa raison d'être, contribue à concevoir, créer et répartir la valeur* » (Brechet et Desreumaux, 1998).

#### 1.1.1.2. Le point de vue des acteurs interagissant avec l'entreprise

Les champs disciplinaires des sciences de gestion semblent aborder le concept de la création de valeur dans une approche privilégiée de typologies d'acteurs, qui sont plus ou moins influents sur le dirigeant d'entreprise.

Si l'on parle de création de valeur par l'entreprise, on ne peut la détacher de « *tout groupe d'individus ou tout individu qui peut affecter ou être affecté par la réalisation des objectifs organisationnels* » (Freeman & Reed, 1983) et « *sans le support desquels l'organisation cesserait d'exister* ». (Cité par Mullenbach, 2007). Ces groupes d'individus sont parties prenantes (stakeholders), qui permettent d'associer la création de valeur par l'entreprise à un nombre élargi d'acteurs, autre que ses seuls actionnaires (Shareholders).

Post, Preston et Sachs (2002) définissent les parties prenantes d'une entreprise comme étant les individus ou les constituantes, qui d'une façon volontaire ou involontaire, contribuent à la création de richesse de l'entreprise et à la réalisation de ses activités, et par conséquent, sont des potentiels bénéficiaires et/ou supporteurs de risques (Yahchouchi (2007).

Nous retiendrons aussi la classification donnée par Pesqueux (2006, p 22) qui permet de caractériser des parties prenantes :

- Primaires (ou contractuelles) : collaborateurs (Employés), clients (consommateurs), fournisseurs, actionnaires, les banques (créanciers).
- Secondaires (ou diffuses) : les ONG, les pouvoirs publics, les syndicats, la communauté (organisations locales), les médias (et réseaux sociaux), les concurrents.

Nous voyons que les parties prenantes sont différenciées à l'intérieur et à l'extérieur de la structure. Par exemple, à l'extérieur de l'entreprise, il y a des clients, des actionnaires, des fournisseurs, des structures financières (banque, assurance, etc), l'opinion publique, des collectivités territoriales (État inclus), etc.

Quoi qu'il en soit, tout comme pour l'angle de la définition disciplinaire, là encore, que l'on se trouve dans la position des clients, des fournisseurs, des employés ou toutes autres parties prenantes de l'entreprise, le concept apparaît saturé de sens (Kéradec & Testenoire, 2016)<sup>24</sup>.

***Pour les clients*** d'une entreprise, la valeur créée peut être assimilée par exemple, à :

- Des produits et services de qualité, à un prix attractif. Cela revient à maximiser le rapport qualité/coûts.
- Des produits non nocifs pour la santé ou pour l'environnement.

---

<sup>24</sup> H. Kéradec et JP Testenoire dans la didactique de la valeur, n°161, Octobre 2016.

- Un service après-vente efficace et attentif
- Des produits sans obsolescence programmée, qui durent dans le temps

Dans tous ces cas, on parlera alors d'une valeur « d'usage » pour le client. Si par contre le client assimile la valeur à une marque reconnue, permettant de s'identifier à une classe, un groupe d'intérêts, une tendance, on parlera alors d'une valeur « de signe ».

***Pour les employés*** d'une entreprise la création de valeur peut être assimilée à

- La stabilité de l'emploi,
- Des opportunités d'évolution et le développement des compétences de chacun,
- Une qualité des relations des différents services dans l'engagement et le travail en équipe,
- De bonnes conditions de travail en termes de sécurité des locaux, d'ergonomie des postes de travail et de communication avec la direction,
- Des augmentations de salaires traduisant les bons résultats économiques des lignes produits et la performance globale de l'entreprise.

***Pour les fournisseurs*** et entreprises associées à la chaîne d'approvisionnement de l'entreprise, la valeur créée peut être assimilée à :

- Des opportunités équitables dans les appels d'offres
- Le développement de partenariat avec partage des intérêts communs
- La confiance réciproque dans le partage des informations techniques permettant une optimisation économique bénéfiques aux deux parties
- Un paiement dans les délais pour une prestation conforme.

*Pour les actionnaires*, la « création de valeur » correspondra à l'appréciation de la valorisation des actions durant le temps de détention, et le paiement régulier de dividendes (le TSR<sup>25</sup>). Elle permettra au moment de la revente d'en tirer un bénéfice maximisé et proportionnel au risque engagé.

*Pour l'État*, celle-ci sera assimilée au paiement des taxes locales et impôts sur les sociétés, à la contribution à l'intérêt général par l'emploi local, le développement d'initiatives locales et nationales, la pérennisation de l'emploi.

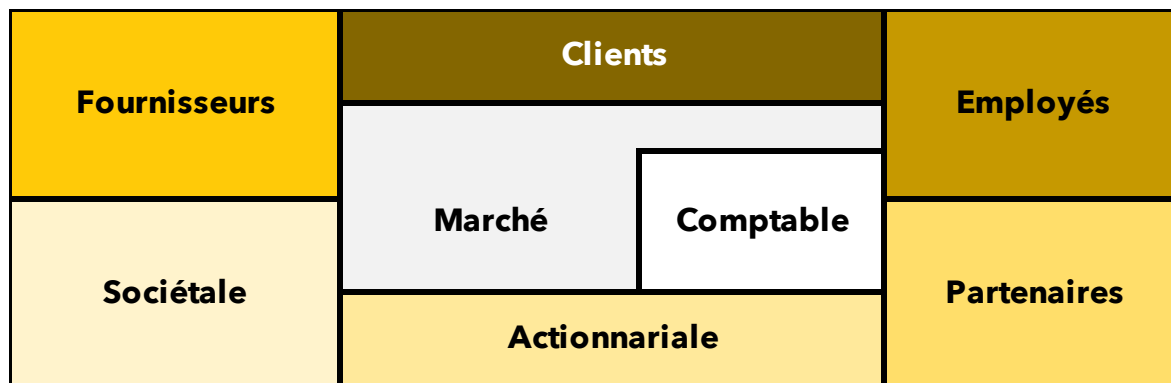
*Pour la Société en général*, la « création de valeur » sera reconnue dans un comportement éthique, le respect et la protection de l'environnement, la protection de l'emploi, les mesures de l'impact des décisions prises par les entreprises vis-à-vis de la Société et de l'intérêt général, et le partage de la valeur créée par l'entreprise entre ses différentes parties prenantes.

Notons que pour Martinet & Reynaud (2001) l'identité potentiellement plurielle des parties prenantes, leur nature ubiquiste, rajoute à la complexité de la définition de la création et du partage de la valeur. Celle-là même qui fait de l'employé un actionnaire de son entreprise et qui induit des intérêts parfois contradictoires, et dont la hiérarchisation peut être délicate. Ce non-alignement des intérêts est d'autant plus mal vécu par les individus que leur volonté va croissant de construire une congruence entre leurs différents rôles : salarié, consommateur, citoyen, épargnant, actionnaire, entrepreneur, bénévole...

**Devant cette profusion de regards des parties prenantes**, Hoarau et Teller (2001) ont tenté de résumer les multiples aspects de la création de valeur dans un schéma montrant son éclatement (ci-dessus).

---

<sup>25</sup> Total Shareholder Return



Source: d'après les différents aspects de la création de la valeur par l'entreprise (Hoarau et Teller, 2001)

Pour autant cette tentative n'a pas permis de clore le sujet de la prévalence d'une valeur « globale », ni celui du constat selon la partie prenante considérée, que la valeur créée ne recouvre pas les mêmes acceptions.

#### 1.1.1.3. Le point de vue des critères de classification de la création de valeur

Desmarteau et Al. (2017), de leur côté, ont pris le parti d'analyser la base de données Scopus pour essayer d'en extraire, au travers des articles contenant les vocables « valeur » et « création », un cadre conceptuel inductif. L'analyse des 50 définitions trouvées dans les 50 articles les plus cités par la littérature académique, les a conduits à une classification de la création de la valeur de 5 ordres :

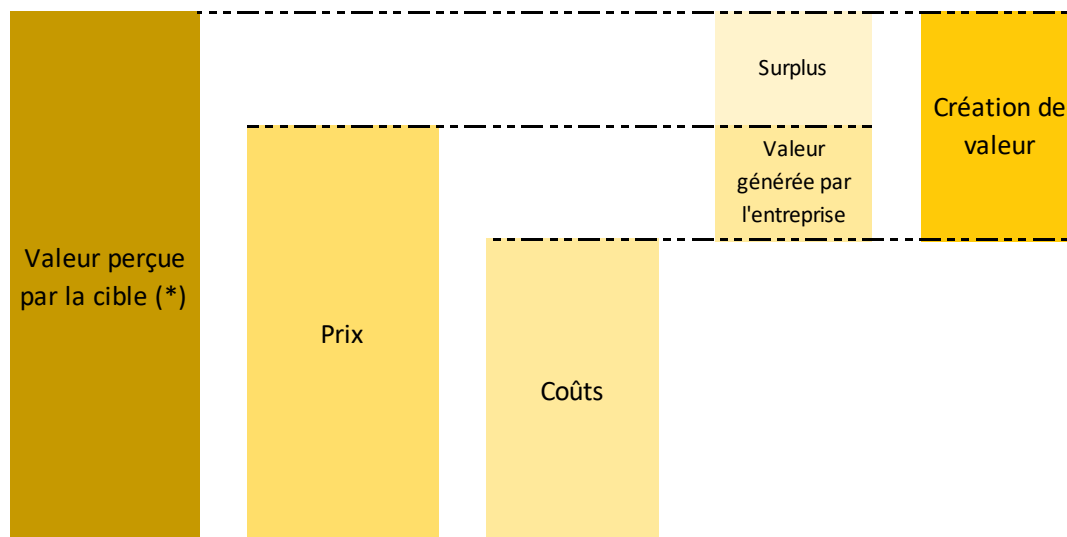
- **Sa nature** : elle représente à la fois la création de valeur économique élément substantiel associée à la rentabilité pour les investisseurs (financeurs de l'entreprise) et une valeur de marché plus immatérielle, logée dans la satisfaction pour les clients. Elle se concrétise dans l'échange entre les différents acteurs.
- **Son architecture** qui renvoie à une notion interne à l'entreprise, à savoir le management des compétences et la réflexion stratégique afin de lui donner un caractère unique ou du moins différenciant.



- **La Perception** : celle apporté par un sujet sur un objet. En ce sens elle est « expérientielle ».
- **Son partage économique** : cette catégorie est dominée par la notion du profit. Elle est très intéressante car elle introduit l'association entre création et partage de la valeur, liée à l'interdépendance des parties prenantes engagées dans le processus.
- **Sa co-crédation** : ces pratiques identifiées que très récemment posent encore beaucoup de questions quant à la qualification de cette valeur co-crédée ; par qui, pour quoi, pour quoi ?

La définition qui en résulte s'écrit alors « *La « création de valeur » est à la fois un résultat et un processus qui engage l'appréciation d'une valeur créée, c'est à dire un compromis calculé, une architecture de ressources, les perceptions de cibles en compétitions avec d'autres cibles pour l'appropriation de la valeur et des phénomènes de co-crédation en aval* ».

Desmarteau et Al. (2017) résumant alors cette création de valeur, comme l'agrégat d'un surplus en sus de la valeur générée par l'entreprise, et la matérialise dans un schéma adapté de Lehman \_Ortega et Al (2016)



Source: adapté de Lehman-Ortega et Al (2016)

**(\*) la valeur perçue par la cible** (clients, fournisseurs, employés, syndicats, banques, collectivités territoriales, partenaires dans une alliance ou une collaboration) correspond à la valeur que celle-ci est prête à payer pour obtenir un bénéfice technique, symbolique, économique, politique etc...

**Prix** établi par l'entreprise, représentant l'arbitrage imparfait entre les coûts et la valeur perçue par la cible

**Coûts**: valeur monétaire correspondant à la valeur des ressources nécessaires à la proposition de valeur

Même si **cette approche** tend à réduire la création de valeur à sa dimension exclusivement économique, elle **a pourtant le mérite** d'illustrer l'aspect indissociable de la création et du partage de la valeur que nous aborderons plus loin.

Nous pourrions continuer à détailler les nombreuses définitions justifiées par chaque partie prenante, chaque champ disciplinaire et chaque critère de classification, mais comme nous l'avons rappelé plus haut, l'absence de consensus sur le concept de création de valeur,<sup>26</sup> sa profusion d'usage rend l'exercice quelque peu inutile.

Puisque l'approche synchronique ne nous permet pas de conclure sur un sens de la création de valeur qui soit unique ou fédérateur, nous allons tenter une approche chronologique, pour comprendre à quel moment le concept de la création de valeur est apparu et comment il est devenu la norme de gestion des entreprises.

### 1.1.2. Une approche diachronique de la création de valeur

A priori, dans une économie de marché, pour qu'une entreprise soit pérenne, le dirigeant fait face aux impératifs de l'innovation et du développement de sa taille critique au travers de stratégies dont les résultats attendus sont la maximisation de la création de valeur par l'entreprise. « *La création de valeur économique est au cœur de l'activité des organisations et au centre de leur vocation, de leur raison d'être et de leur stratégie* » (Savall et Al, 2005)

Le chiffre d'affaire, la croissance, les parts de marchés et le résultat net sont revus mensuellement par le dirigeant pour s'assurer de la progression des objectifs fixés et de la maximisation de la valeur de l'entreprise et piloter sa performance.

Pour autant ces données comptables et financières ne sont pas les seuls ingrédients nécessaires dans la recette de la pérennité réussie de l'entreprise. Une partie de la valeur se trouve par exemple, réinjectée dans :

---

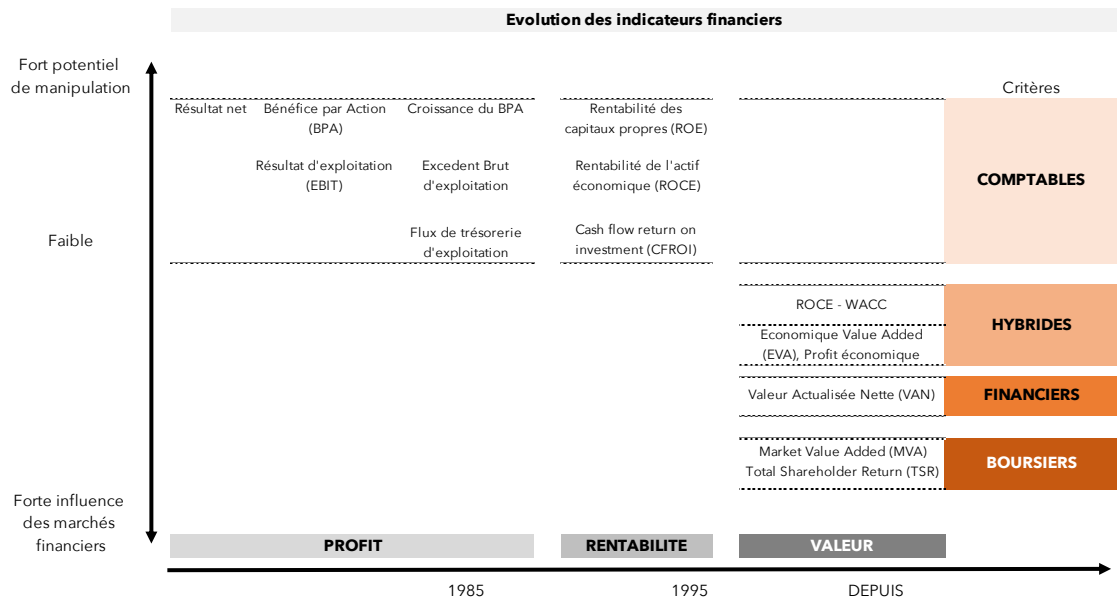
<sup>26</sup> Pour une revue approfondie sur le thème de la valeur en sciences de gestion, il serait intéressant pour le lecteur de consulter la recherche « le thème de la valeur en sciences de gestion : représentation et paradoxes » menée par Jean Pierre Brechet et Alain Desreumaux, (1998).

- La recherche et développement de nouvelles innovations et investissements pas seulement générateurs de croissance mais aussi et surtout de pérennisation de l'entreprise dans le temps.
- Le recrutement et la formation des talents, l'expérience et la compétence étant au cœur de la qualité délivrée par l'entreprise.
- Le développement de partenariats fournisseurs, pour la création d'une économie circulaire des matières premières, ou une meilleure optimisation du processus de production et d'exécution, afin de permettre une maîtrise des coûts de production sur le long terme.
- Ou encore gardée en « réserve » pour compenser des impacts futurs non encore envisagés d'une éventuelle crise conjoncturelle ou systémique (comme ceux de la crise de 2008).

Alors dans quelle mesure et **quand cet impératif** de profitabilité, qui représente un moyen chiffré non unique du pilotage de la performance, et une condition de la pérennité de l'entreprise, **se transforme-t-il en concept de « création de valeur », dans un changement de référentiel, pour devenir l'objectif normatif central et unique de la stratégie des dirigeants d'entreprise, et reconfigurant leur pouvoir jusque-là discrétionnaire ?**

#### 1.1.2.1. Un changement de référentiel dans le temps

Quiry et Le Fur (2018), nous propose une **lecture chronologique du processus d'apparition de la création de valeur** en France, (le processus ayant commencé bien en amont aux États-Unis) Dans une cartographie d'indicateurs du profit, puis de la rentabilité et enfin de la valeur, en fonction de leur potentiel de manipulation et l'influence des marchés financiers, ils délimitent les périodes et les passages du chiffre vers la valeur.



*Source : d'après Quiry & Le Fur, Vernimmen Lettre n°2, Juillet 2001*

Le CNRTL<sup>27</sup> nous donne la définition suivante du chiffre et de la valeur.

- Le chiffre est un caractère servant à présenter un montant ou nombre, ce dernier indiquant l'aboutissement, ou résultat d'un calcul.
- La valeur c'est le caractère mesurable que l'on prête à un objet en fonction de sa capacité à être échangé ou vendu. Cette mesure n'est pas mesurable de façon totalement objective car si l'on peut mesurer le poids d'un objet, on ne peut en revanche que fonder un jugement implicite au travers duquel on va apprécier la valeur de l'objet et décider ou non de l'acheter.

On voit se profiler dans le changement de référentiel du résultat (chiffre) vers la valeur (mesure) tel que décrit par Quiry et Le Fur, la recherche d'une capacité à mesurer en fonction d'une utilité, d'une quantité, ou même d'un rapport, l'efficacité et la performance de l'entreprise par la comptabilité financière. Ce que Peter Drucker a résumé dans "you can't manage what you can't measure". En même temps cette notion renvoie à l'idée que l'interprétation par la valeur sous-tend une instantanéité et que la valeur n'a plus de limite. On peut alors légitimement se

<sup>27</sup> Centre National de Ressources Textuelles et Lexicales, <http://www.cnrtl.fr>

demander quelle création de valeur sera suffisante pour satisfaire les attentes des marchés financiers ? (Philippe Lorino, 1995).

Reste que ce changement de référentiel, qui substitue la création de valeur à la profitabilité et à la rentabilité, ne provient pas d'une vague théorique lancée en chambre, par les précurseurs de la finance et du management d'entreprise.

Comme tout changement profond, il naît en général d'un sens de l'urgence créé par l'accumulation d'événements suffisamment inconfortables, impactant et récurrents pour l'entreprise, et qui justifient le besoin de transition vers un nouvel état (meilleure stabilité, plus sécurisant, plus désirable, plus profitable, etc..) et pour lequel la contribution (l'apport) de la recherche académique est fondamental.

Dans le cas présent, il correspond à un système de contraintes de grande ampleur qui lui a donné naissance (Lordon, 2000) et qui a permis de créer un sens de l'urgence, propice au changement de comportement des dirigeants d'entreprises cotées. Pour se faire, il sera bien sûr, largement inspiré par le système de management de la performance (Drucker, 1967) instauré pour contrôler les résultats délivrés par « la main visible » du dirigeant managérial de la « firme Chandlérienne » (Chandler, 1977), et porté par les outils de mesure. Il sera aussi porté par les théories économiques d'auteurs néo-classique comme Friedman, (1970), Jensen et Meckling (1976) ou Rappaport (1980)), qui redéfinissent le rôle et les responsabilités du dirigeant dans la création de valeur et vis à vis de ses parties prenantes, comme un objectif unique de maximisation de la valeur créée pour les propriétaires de l'entreprises (ie les actionnaires).

#### 1.1.2.2. Un système de contraintes qui impose des stratégies de « re-engineering » globalisées amenant progressivement à une approche par la valeur

On trouve l'origine de la notion de création de valeur par l'entreprise dans les années 80 aux États Unis et dans le milieu des années 90 en Europe et en France. La fin des années 70, a connu un ralentissement brutal de la croissance mondiale portée jusque-là par les politiques Keynésiens de relance post seconde guerre mondiale. Les entreprises peinent à trouver des relais de croissance dans une économie qui est encore totalement soumise à une logique dont l'objectif principal affiché est, le chiffre d'affaire, les parts de marchés, la croissance et le profit. (Charreaux, 1996) La compétitivité stagne, due à une saturation des marchés « internationaux », (Michalet, 2002), aux changements de mode de consommation, en même temps qu'à une inflation galopante suite à la crise pétrolière. A la fin des années 70 dans les pays anglo-saxons, portés par la dérèglementation des marchés financiers et le besoin de chercher la croissance ailleurs, les dirigeants d'entreprises s'organisent alors dans un champ plus large, plus globalisé et cette transformation des entreprises « inter-nationales » en « multi-nationales » (Michalet, 2002) **n'a plus comme référent l'entreprise ou son secteur d'activité dans son pays mais tout l'espace économique mondial qui l'entoure.**

La concurrence accrue par la mondialisation des échanges économiques, impacte directement la capacité des entreprises des pays développer à fixer les prix de vente de leur biens et services (leur revenus). Par ailleurs malgré la standardisation et la production de masse, l'arrivée sur les marchés nationaux de produits venant de pays en voie de développement à couts de production faible (Chine, Brésil, Inde) impacte directement les coûts de production et impose la décentralisation des moyens de production dans des pays à bas coûts.

La globalisation des entreprises remet donc en question en priorité les coûts de fabrication. En conséquence, les entreprises occidentales tendent à se recentrer sur leurs compétences fondamentales, source de leur singularité stratégique. C'est le cas par ex de l'industrie automobile qui a conservé la recherche et développement et « le design » dans les pays occidentaux et transféré la production dans les pays à bas coûts salariaux.

**C'est, « l'affirmation d'une rupture majeure de paradigme organisationnel » (Berger, 2006, cité par Weinstein, 2010) et cette modularité, participe à faire de la création de valeur un paradigme nouveau pour la gestion de l'entreprise.**

Chaque élément de la « chaîne de valeur » (Porter, 1986) est alors envisagé par le dirigeant dans la question suivante ; est-il fondamental pour permettre à l'entreprise de se différencier, fait-il partie du cœur de métier, sinon il est externalisé ? Pour autant il faut faire une distinction entre l'externalisation de certains éléments de la chaîne de valeur de l'entreprise et la spécialisation par fonction (Weinstein, 2010).

Quoi qu'il en soit, en délocalisant des pans entiers de leur activité, les entreprises ont dû remodeler leur structure organisationnelle en centres de profit dotés d'une grande autonomie (à ne pas confondre avec l'indépendance). L'effet direct de cette réorganisation consiste donc à imposer aux managers locaux, des méthodes de gestion des résultats quantifiables par la rentabilité (Drucker, 1967) et qui inclus dorénavant la rentabilité des fonds propres dans l'équation d'investissement par l'entreprise. Les outils de gestion de la performance se développent et foisonnent, servant de référentiel scientifique et objectif dans le système plus global et décentralisé, encore mal connu par les acteurs et investisseurs financiers. Point très important l'explosion des technologies informatiques participe activement à la redéfinition des frontières de l'entreprise « *dans un environnement marqué par la prégnance des exigences de performance, notamment financière* » (Batch, 2002). Les entreprises qui ont fait des investissements dans des systèmes « ERP » s'en retrouvent avantagées.

**En résumé, avec ce déplacement du centre de gravité, les entreprises et leurs dirigeants se retrouvent alors en compétition dans cet espace où la référence économique « nationale » du profit perd son sens.**

Il s'en suit une réorganisation opérationnelle de l'entreprise, qui impose une relation entre mesure et maximisation de la rentabilité des investissements. Toute la chaîne de valeur est revisitée et les cabinets de conseil en « réingénierie » des organisations se retrouvent sur le devant de la scène pour accompagner cette transformation avec des outils d'ingénierie financière très sophistiqués, parfois peu adaptés à la réalité économique et opérationnelle de l'entreprise.

**La taille critique et les entreprises « globalisées » joue alors un rôle majeur dans le changement de référentiel (du profit, à la rentabilité, puis à la création de valeur.)**

Les tensions entre contraintes productives et financières ont toujours été intrinsèques à la vie de l'entreprise et en conséquence aux compromis décisionnels faits par le dirigeant. Pour autant, la genèse de la création de valeur par l'entreprise est aussi à chercher dans la modification de ce compromis, explicable par ;

- Les objectifs de développement de la taille critique et l'internationalisation de la croissance poussent les dirigeants d'entreprises dans des stratégies de diversification horizontales et verticales importantes voire risquées. Ces opérations de croissance par acquisitions, et glissements de métiers, sont légitimées par la recherche de synergies<sup>28</sup>. L'argument de la rentabilité et de la « taille critique » sont alors couramment avancé par les dirigeants pour justifier leur décision de procéder à une fusion (O. Weinstein, 2010). Pour répondre à cette « globalisation », les besoins de financement sont très importants. Et ces besoins même s'ils ne sont pas systématiquement convertis en augmentation de capital, vont jouer un rôle majeur dans la redéfinition des critères du financement des entreprises et notamment pour couvrir ces risques supplémentaires qui ne sont pas pris en compte par les critères de rentabilité.
- La massification de l'actionnariat (Gomez, 2001) et le développement de la « gestion institutionnelle » de l'épargne américaine portée par l'émergence des grands fonds de gestion, eux même répondant à la contestation des actionnaires individuels américains face à la toute-puissance des dirigeants d'entreprises cotées et les risques grandissants que ces derniers font porter aux entreprises. (En effet, les diversifications d'entreprises engagées par les stratégies des dirigeants par croissance externe ont accru les risques

---

<sup>28</sup> Légitimées par des supports académiques comme la matrice produits -marchés, matrice conçue par Igor Ansoff pour classifier et expliquer les différentes stratégies de spécialisation et croissance de l'entreprise entre : pénétration du marché ; extension du marché ; nouveaux produits ; diversification



des investisseurs résiduels : les actionnaires, les amenant en réaction à déléguer leurs intérêts à des investisseurs intentionnels, capables de faire entendre leur voix).

Ces deux critères de changement de l'environnement des entreprises, vont avoir un impact majeur sur les décisions stratégiques des dirigeants, les amenant à considérer dans leur choix d'investissement « *le coût d'opportunité de tous les financements par rapport aux prix fixés sur les marchés boursiers* » (Gomez, 2009) « *Car si pendant des décennies, les dirigeants ont piloté les entreprises selon le critère du profit, sans trop tenir compte des investissements nécessaires pour le réaliser, la clef du changement s'est opérée dès 1985 et la requête d'un profit qui soit en relation avec les capitaux investis* ». (Michel, 2001)

Conséquences directes pour les entreprises, pour obtenir les capitaux nécessaires à leur développement ;

- Elles doivent promettre de payer des dividendes aux investisseurs institutionnels qui investissent au capital de l'entreprise.
- Avec la rentabilité du capital investi, l'obsession de l'optimisation de la structure financière fait son apparition dans les stratégies mises en place par les dirigeants de grandes entreprises cotées. Les entreprises ayant des liquidités plus importantes que d'autres, plutôt qu'à diminuer leurs dettes bancaires ou surtout envisager de nouveaux investissements pour la création de valeur future, se voient incitées par les marchés financiers à produire des stratégies d'ingénierie financière consistant à réduire leurs capitaux propres. Cette politique dite de « downsizing » organisée par l'entreprise par exemple en rachetant ses propres actions, fait mécaniquement augmenter son cours de bourse. Mais ceci est aussi le cas pour les entreprises sans liquidités qui sont alors incitées à s'endetter par un mécanisme encore plus profitable si elles parviennent à le faire à un taux d'intérêt inférieur à celui de ses fonds propres elle profite alors d'un « effet de levier », se mettant en contre partie à la merci des marchés financiers.

Quand on parlait hier de « moyen et long terme » dans la gestion opérationnelle de l'entreprise, c'est « l'ingénierie financière » qui fait entrer le « court termisme » dans le système temporel de l'entreprise et transforme l'organisation pour faire apparaître la création de valeur pour l'actionnaire dans toutes les étapes du processus de production.

Vatteville (2008) résume bien le sens de l'histoire : « *la mondialisation s'est accompagnée d'une « financiarisation » de l'économie et de la stratégie des entreprises. La finance a été un puissant vecteur de la globalisation au travers de la révolution des trois D : décloisonnement des marchés, déréglementation, désintermédiation* ».

**Au cœur de cette réorganisation, la comptabilité devient le référentiel de mesure normatif au service de la valeur.**

Dans un monde qui se globalise, le pouvoir de la loi qui se limite jusqu'à présent aux États, fait place à un pouvoir beaucoup plus général, celui de la norme et en l'espèce celui de la norme comptable. L'aspect règlementaire de la comptabilité et le pouvoir explicatif des chiffres comptables lui octroie une légitimité scientifique qui s'organise au niveau international pour servir de référentiel, aux entreprises « globalisées ».

En 1973 les instituts comptables de 9 pays, dont la France, crée l'IASC (International Accounting Standards committee)<sup>29</sup> dont les « *objectifs sont d'élaborer et de publier des normes internationales d'information financière (IFRS) pour la présentation des états financiers, ainsi que de promouvoir leur utilisation et leur généralisation à l'échelle mondiale* »<sup>30</sup>, tandis que dans le même temps aux États-Unis le FASB (Financial Accounting Standards Board) a pour mission « *d'établir et d'améliorer les normes de comptabilité et d'information financière pour l'orientation et l'éducation du public, y compris les émetteurs, auditeurs et utilisateurs d'informations financières.* » pour les entreprises cotées sur le sol américain.

---

<sup>29</sup> Qui sera transformé en IASB en 2001 après sa réforme.

<sup>30</sup> Site officiel de l'IASB, rubrique « notre mission »

**Ces normes comptables IFRS** « obéissent à la logique des montages institutionnels du discours qui n'est plus réduite à l'espace État-nation mais s'étend, avec la mondialisation, à la planète entière. Elles favorisent, ou tout au moins accompagnent, une économie financiarisée sans frontières et participent à l'expansionnisme gestionnaire » (Teller, 2007). Elles imposent dorénavant au dirigeant d'entreprise cotée des indicateurs de performance basés sur des normes standardisées, qui doivent permettre de mesurer les entreprises en toute transparence, où qu'elles se trouvent dans le monde.

Par ailleurs, **les indicateurs de profitabilité se transforment peu à peu en outils de mesure et de contrôle de la rentabilité et de la performance financière de l'entreprise, et donc de son dirigeant** en charge de la stratégie.

Chaque pays ayant sa propre présentation comptable, sa propre fiscalité et chaque entreprise ayant sa propre stratégie d'endettement, le changement de référentiel s'impose si l'on veut pouvoir comparer ce qui est comparable. La décision de reporter en IFRS et de remonter plus haut dans les états financiers et notamment sur la marge opérationnelle et le résultat brut d'exploitation (EBIT) se justifie par l'obligation :

- De comparer des tendances opérationnelles qui rendent compte de la performance des entreprises via la rentabilité des investissements et dans un format comparable d'un pays à l'autre sans être impacté par les fiscalités disparates. C'est la naissance du dogme du ROE à 15%, référentiel financier qui s'impose aux dirigeants et que JD Sénard décrit comme « *le nombre magique à deux chiffres. Non seulement ces niveaux de rendement n'ont aucun fondement théorique mais si une entreprise peut les atteindre ponctuellement, ce n'est certainement pas le cas sur le long terme et encore moins pour tout le secteur* ».
- Mais aussi de limiter les « présentations financières » obtenues par des manipulations régulières de provisions et charges exceptionnelles (Copeland, 1994).

**C'est donc cette internationalisation du travail et de la production, due à la concurrence globalisée des marchés économiques, qui pousse les dirigeants au changement de référentiel.** A la profitabilité, qui consistait en la maximisation des revenus et la maîtrise des

coûts, les dirigeants substituent la gestion de leur compétitivité par la rentabilité, cette dernière intégrant le concept de productivité ou rotation du capital et de la performance. Car il a peu de chance, aux vues des sommes en jeu pour l'internationalisation par fusion acquisition ou développement de filiales, de pouvoir satisfaire ces besoins de financement au travers de l'autofinancement. Aussi, pour le dirigeant d'entreprise cotée, quelle que soit sa décision d'investissement, il devient nécessaire de prendre en compte l'accroissement de sa capacité de production au travers de l'amélioration de sa rentabilité comme le rapport de l'estimation du profit attendu de l'investissement sur le montant des sommes investies étant donné (ROI, ROE, ROCE).

Cette normalisation comptable agit aussi sur la latitude discrétionnaire du dirigeant d'entreprise, et ses choix stratégiques. Au jugement personnel et à l'expérience métier, « l'accountability »<sup>31</sup> du dirigeant vient se substituer à des critères de mesure de la performance opérationnels. Quand le dirigeant parlait de taux de rendement synthétique il parle maintenant d'EBITDA. Il s'en suit le développement de stratégies mimétiques, de la part de dirigeants qui préfèrent bien souvent satisfaire des critères normatifs comptables, qui les valorisent financièrement, plutôt que de se mettre en danger et risquer de se faire remercié.

### **Conclusion sur l'origine de la normalisation de la gestion par la valeur**

L'approche synchronique, ne nous a pas permis de trouver une définition unique et fédératrice. Pour autant l'omniprésence du concept « *s'explique par le fait que la création de valeur est un processus synthétique qui implique la réconciliation de la stratégie, de l'économie et des approches comptables et financières* » (Hoarau et Teller, 2002).

Un dirigeant du CAC40 interrogé sur le sujet, fait le choix de la décrire comme un vocable universel au cœur de l'entreprise, l'associant à la notion de performance et comme une dimension stratégique des décisions du dirigeant. Il confirme « *Dans le monde de l'entreprise, la performance est le langage universel [...] La performance d'une entreprise se mesure de la même façon aux États Unis, au Japon, en Europe, en Chine ou sur un autre marché. La qualité, les coûts et les délais de livraison ont le même sens partout dans le monde entier. Nous faisons*

---

<sup>31</sup> Traduit la responsabilité » du dirigeant, mais aussi ce qui « peut être compté » dans les décisions

*nos comptes de façon identique. Les mêmes chiffres correspondent aux mêmes valeurs. Au final, quel que soit le fuseau horaire, la création de valeur est l'aune qui permet de mesurer l'efficacité ».*

L'approche diachronique de la valeur, quant à elle, nous apprend que le concept de création de valeur comme injonction normative de la gestion stratégique, est apparue avec la globalisation de la grande entreprise cotée.

Le développement du concept s'est donc organisé autour de l'évolution des formes concurrentielles de la grande entreprise, de son développement territorial, impliquant la croissance des besoins de financement, et de l'autre la dérèglementation bancaire, le développement des investisseurs institutionnels et l'adaptation des normes et indicateurs de performance justifiant le passage du profit (chiffre) à la notion de la valeur (mesure).

D'un contexte national post seconde guerre mondiale dont l'objectif était de gérer au mieux le rapport du capital-travail, soutenant l'idée du compromis social, en même temps que celui du développement économique des entreprises, la nécessaire ouverture de la concurrence dans un monde globalisé a précipité la réorganisation des entreprises et avec elle le rapport de ce compromis qui existait entre les parties prenantes internes à l'entreprise et la mesure de la performance économique de ces dernières. En s'appuyant sur les travaux d'Amable Boyer (2018) décrit « comment *la finance a silencieusement conquis son hégémonie* » (p 417) et détaille les étapes historiques des changements itératives et des réactions consécutives qui démontrent bien que le changement de référentiel qui substitue la création de valeur à la rentabilité et à la rentabilité ne provient pas d'une vague théorique lancée par les précurseurs de la finance et du management d'entreprise, mais bien d'un système de contraintes de grande ampleur qui lui a donné naissance (Lordon, 2000) et qui a permis de créer un sens de l'urgence, propice au changement et à des réaction au changement de la part des dirigeants d'entreprises cotées.

Enfin, nous percevons que **le manque de consensus sur une définition commune n'a pas vraiment eu de conséquences sur l'utilisation du concept, en revanche il a amené à un déséquilibre récurrent du partage de la valeur créée par les parties prenantes de la grande entreprise cotée.**

Pour notre recherche nous envisagerons la « création de valeur » comme un système intégral de gestion de l'entreprise, une mesure de l'efficacité et de la performance de celle-ci, la création d'une richesse dont le résultat permet son développement et sa pérennité dans le temps. Dans un écosystème donné, cette création de valeur est le résultat direct de l'interaction de l'ensemble des parties prenantes<sup>32</sup> de l'entreprise, lesquelles pouvant participer à sa création (par ex : employés, clients, actionnaires, créanciers, fournisseurs) ou à en réclamer ses fruits (ex : ONG, Syndicats, Communauté, Société).

Ainsi la création de valeur par l'entreprise est une équation complexe qui s'écrit en « *fonction de sa valeur économique ou financière, de sa valeur sociale et de sa valeur organisationnelle* ». (Cappelletti et Khouatra, 2002). Une entreprise qui crée de la valeur mais qui par des mécanismes d'optimisation fiscale ne paye pas l'impôt ou très peu à la Communauté et à l'État, et qui rétribue ses actionnaires en partie avec de telles économies, n'a considéré qu'une partie de son équation et favorisé l'une de ses parties prenantes aux détriments des autres.

Aussi l'idée d'une réciprocité et celle d'une circularité semblent très importante ici, pour nous permettre de considérer la création de valeur dans une forme la plus inclusive et la plus long termiste possible, celle qui dépasse la notion de risque encourus ici et maintenant et celle du calcul d'un profit économique, pour converger vers la notion des impacts présents et/ou futurs et celui du partage de la valeur entre tous les acteurs interagissant avec l'entreprise cotée. Ainsi on s'approche de l'idée développée par de nombreux chercheurs et quelques dirigeants de grandes entreprises qui considèrent que ces impacts devraient être pris en compte dans la formation des coûts de revient (c'est par ex la taxe carbone, le coût de la disparition de l'eau potable...etc...) et ainsi permettre d'envisager la création de valeur de façon plus exhaustive, certain dirons globale, nous préférons le terme « réconciliée »

---

<sup>32</sup> Comme nous l'avons défini en introduction nous entendons par parties prenantes de l'entreprise comme « tout groupe d'individus ou tout individu qui peut affecter ou être affecté par la réalisation des objectifs organisationnels » (Freeman & Reed, 1983) ... et « sans le support desquels l'organisation cesserait d'exister ». (Freeman, 2004, cité par Mullenbach, 2007) on distingue les parties prenantes, Primaires (ou contractuelles): collaborateurs (Employés), clients (consommateurs), fournisseurs, actionnaires. Et Secondaires (ou diffuses): les ONG, les pouvoirs publics, les syndicats, la communauté (organisations locales), les médias (et réseaux sociaux), les concurrents, (Pesqueux Y., 2006). Les parties prenantes sont par nature ubiquiste (Martinet AC. & Reynaud E., 2001)

A partir de là, nous allons alors nous attacher à comprendre comment la « création de valeur » devient cette forme radicale et complète de la société cotée, le centre des préoccupations des dirigeants, modifiant leurs comportements stratégiques et leurs schémas mentaux<sup>33</sup>.

Ce qui sera intéressant de remarquer aussi, c'est comment en devenant l'objectif normatif quasi unique de l'entreprise, la problématique de la définition polysémique de « la création de valeur » a justifié une scission de cette dernière entre les partisans de la VA et de la VP (Charreaux et Desbrières (1998)). Cette scission qui apparaît dans les années 1980, a consacré jusque-là, le triomphe du déséquilibre vers la maximisation de la création de valeur pour une partie prenante unique : l'actionnaire.

Depuis la crise de 2008, de nombreuses voies dans les milieux académiques soulèvent la question d'un possible retour du balancier. Certains parlent d'un rééquilibrage vers une valeur réconciliante des différentes parties prenantes, par les dirigeants d'entreprises. D'autres comme Hart associé à Zingalès, proposent que la responsabilité des entreprises s'étende au-delà de la VA dans un concept de « l'intérêt élargi des actionnaires » (traduction du Shareholder welfare). Nous aborderons ces concepts plus en aval.

---

<sup>33</sup> Selon la définition de Wirtz (2012) « schéma mental constitue une représentation du rôle des différents stakeholders dans le processus de création de valeur ainsi que de la rémunération appropriée de leurs services ».

## 1.2. De la création de valeur à la création de valeur actionnariale

« *La financiarisation des entreprises a déplacé le pouvoir décisionnel en faveur des actionnaires. La gouvernance des entreprises sous l'influence de la finance est le principe de la valeur actionnariale* », Michel Aglietta <sup>34</sup>

Nous venons de le voir, dans la transformation du paysage et de l'espace concurrentiel que vit la grande entreprise et son dirigeant dans les années 1980, au-delà d'un certain seuil, l'augmentation de la taille critique de la grande entreprise devient une injonction stratégique obligatoire pour sa pérennité. Le développement de la grande société transnationale et sa croissance par fusions/acquisitions devient alors un objectif stratégique du dirigeant souvent en lieu et place des innovations et développements de produits attrayants, de bonne qualité et au coût compétitif pour les clients de l'entreprise (Gomez, 2001).

Nous avons vu aussi que l'apparition du concept de la création de valeur s'est produit quand les entreprises passent d'une stratégie de croissance interne à une croissance externe. En effet, la diversification homogène (croissance interne), même si elle comporte des risques pour l'entreprise, conserve une certaine logique stratégique, celle d'apporter des compétences, un savoir-faire, des brevets, une image de marque, une implantation, de même nature ou fortement complémentaire au métier d'origine, du moins une valeur qui fait sens avec les valeurs de l'entreprise. A la différence, la diversification hétérogène voire conglomérale (Galbraith, 1967 ; Fligstein 1990) dans des activités bien souvent sans rapport avec le métier de l'entreprise, va amener les dirigeants des grandes entreprises à des prises de risques majeurs.

C'est cette prise de risque va à la fois provoquer une réaction très virulente des actionnaires et imposer la création de valeur comme nouvelle injonction normative. En effet la rentabilité du capital ne prenant pas en compte la notion du risque dans les calculs économiques de l'entreprise, de fait, elle devient un critère insuffisant pour les investisseurs intentionnels. Ceux-ci, fort d'un pouvoir accru par la concentration des actionnaires (gestion de portefeuilles

---

<sup>34</sup> Dans une étude sur le thème « Transformer le régime de croissance ». Étude multidisciplinaire publiée par le CEPII en Octobre 2018.



délégués) vont rebattre les conditions de la latitude discrétionnaire du dirigeant et influencer la stratégie de la grande entreprise. Grace à ces derniers les actionnaires vont alors imposer de nouvelles normes de gestion tournées vers la prévalence et la maximisation de leurs intérêts.

Dans ce contexte, la restructuration organisationnelle décentralisée en « business Unit » devient inséparable de cette diversification, et se concentre sur la création de valeur comme nouveau mode de gestion managériale de la grande entreprise.

**Ce qui nous questionne alors c'est comment de cette nouvelle injonction normative par la valeur, comment dans ce processus synthétique, nous sommes passé du concept de création de valeur à l'universalité de l'idéologie actionnariale et le déséquilibre quasi-exclusif vers la création de VA ?**

### 1.2.1. Origine de l'universalité de l'idéologie actionnariale et de la financiarisation des grandes entreprises cotées.

La littérature académique fait une lecture du déplacement de la création de valeur vers la VA qui converge autour de quelques éléments clefs dont celui des mutations du système managérial et de pouvoir (dans le sens de sa gouvernance) de la grande entreprise cotée, porté par la montée en puissance des investisseurs institutionnels et de la concurrence mondiale. Nous allons donc nous attacher, au travers une rétro exploration, à montrer comment l'évolution de la relation entre le dirigeant et les propriétaires du capital s'est organisée, pour transformer la relation de contrôle « ex ante », en contrôle « ex post », et ainsi consacrer au travers d'une gouvernance, la maximisation de la VA comme injonction normative de la grande entreprise cotée et de son dirigeant. Nous poserons la question du rôle de l'actionnaire dans la stratégie d'entreprise et des limites court termistes engendrées par l'idéologie de la création de valeur pour l'actionnaire.

#### 1.2.1.1. La transformation de la relation dirigeant-actionnaire ; théorie de l'agence et promotion de l'intérêt des actionnaires ; d'un pouvoir ex-ante à un pouvoir ex-post

L'évolution de la relation actionnaires et dirigeants d'entreprises cotées et du jeu de pouvoir qui se joue entre ces acteurs au travers de leur relation « contractuelle », est massivement questionnée depuis la crise majeure de 2008. Le culte de l'idéologie actionnariale développée dans les années 70, et porté par les écrits de Friedman ou Jensen et Meckling, ont influencé considérablement le rôle du dirigeant, acteur central de cohésion de l'entreprise, le transformant en agent passif, contrôlé au travers d'une relation contractuelle dont l'objectif est la satisfaction d'une partie prenante unique de l'entreprise : l'actionnaire. La redéfinition du rôle de l'entreprise cotée et au travers de celle-ci de celui de son dirigeant, que nous constatons aujourd'hui, propose une alternative intéressante à ce déséquilibre, avec « un possible retour du balancier » (Batteau, 2009). Pour autant ce qui nous intéresse à cette étape de notre recherche, c'est de comprendre comment ce déséquilibre s'est installé et a donné la prévalence à la relation entre dirigeant et actionnaires ?

**L'origine de la relation contractuelle entre le dirigeant et les propriétaires du capital de l'entreprise est à chercher dans le capitalisme dit « managérial »** né aux États-Unis pendant la révolution industrielle du XIX siècle. Nous y trouvons l'origine de la séparation des pouvoirs entre dirigeants et actionnaires, dans la rupture du lien entre propriété et direction d'entreprise, et dans le transfert du pouvoir de décision des actionnaires vers les dirigeants (Berle et Means, 1932). Ceci est la conséquence directe du déclin des entreprises familiales qui ont du mal à prendre le virage de la croissance économique du début du 20 siècle (Chandler (1962), Galbraith (1969)) mais aussi et surtout ceci est basé sur l'idée que ceux qui doivent diriger l'entreprise ne sont pas ceux qui possèdent mais ceux qui savent le faire (Berle & Means (1932), Galbraith (1969), Gomez (2004, 2009)). Sans pour autant disparaître l'entreprise familiale se transforme.

On trouve chez Berle et Means, (1932), les premiers écrits relatifs à cette « révolution managériale ». La thèse centrale développée par les auteurs, part du constat que la relation entre les détenteurs de la propriété et ceux du management, a évolué de telle façon qu'elle entraîne la reconnaissance de la séparation de la propriété et du contrôle de l'entreprise. Le pouvoir de décision stratégique qui était jusque-là dans les mains des propriétaires actionnaires, se déplacent vers le dirigeant « manager ». La question se pose alors du contrôle et de qui contrôle l'entreprise ? Ils décrivent un phénomène qu'ils appellent le « Management control », comme un phénomène de « concentration des pouvoirs » qui valorise la méritocratie et l'expertise technique au contraire de l'hérédité familiale qui prévalait jusque-là. L'entreprise est alors envisagée comme une organisation hiérarchique, disposant d'un pouvoir d'autorité (Coase, 1937) dévolu au dirigeant et s'analyse comme un système de relations contractuelles entre les différentes parties prenantes. Ces relations posent déjà le problème des divergences d'intérêts entre les agents et les asymétries d'information qui sera repris plus tard par Jensen et Meckling. L'actionnaire y est envisagé comme une simple partie prenante, au même titre que les autres ayant droits que sont les clients, les fournisseurs, les banques, l'État.

Cette « révolution managériale » implique de remettre en cause la logique du droit de propriété de l'entreprise. Cela se fait majoritairement au travers du format juridique des sociétés par actions (société anonyme) qui établit la séparation entre direction et propriété. Elles permettent à ces mêmes dirigeants d'obtenir les financements nécessaires pour leurs investissements, et transformations technologiques importantes. Ce transfert de pouvoir à la tête des entreprises s'effectue dans un contexte social et économique favorable, qui procure une grande latitude

discrétionnaire à ces nouveaux dirigeants techniquement très compétents dans leur métier. Le besoin de latitude des dirigeants se justifie aussi par leur capacité à être plus efficaces pour prendre leurs décisions s'ils n'ont pas à rendre des comptes à leurs actionnaires ou besoin d'obtenir leur consentement pour leurs stratégies de diversification (fusion, acquisitions) horizontales ou verticales.

**Mais ce sont les éléments d'une croissance en berne des années 70, qui vont remettre la relation détenteur du capital et dirigeant « manager », au centre des préoccupations théoriques économiques.** Cette notion de « latitude » et du contrôle du dirigeant de la grande entreprise cotée devient un élément central de l'entreprise avec le développement des conglomérats. Les travaux de Galbraith (1967) sur la « technostructure » démontrent bien l'aspect irréversible de la grande entreprise et le besoin de contrôle et de gouvernance attaché à la fonction du dirigeant.

Les diversifications hétérogènes conglomérales au niveau international, vont avoir plusieurs conséquences :

- au travers de la structure d'entreprise qui grandit de façon exponentielle, le dirigeant acquiert un pouvoir discrétionnaire illimité (prestige, rémunération, pouvoir, en position stratégique en se rendant indispensable), pouvoir qui déséquilibre la relation avec ses parties prenantes. La diversification conglomérale est donc entendue comme le résultat d'un excès de pouvoir des dirigeants (Jensen, 1986, cité par Lacoste et al., 2009)
- La « technostructure » possède une capacité sans limite d'imposer à l'intégralité de la Société ses normes (notamment comptables), ces finalités de la prédominance de la Production, et ses valeurs l'individualisme économique.
- Elle implique une refonte organisationnelle, dans une approche matricielle décentralisée de la gestion de l'entreprise au portefeuille d'activités disparates. Cette décentralisation va aussi amener la délégation d'autorité vers les Business Unit opérationnelles et un glissement de l'expertise vers les fonctions managériales tandis que les fonctions du dirigeant se recentrent sur la stratégie et la gestion par les chiffres. Le dirigeant « expert métier » qui jusque-là représentait l'incarnation légitime du pouvoir, devient un dirigeant gestionnaire (ceci est particulièrement vrai pour les États-Unis dès les années 1970) répondant aux injonctions des marchés financiers.

Dans cette transformation du paysage et de l'espace concurrentiel que vit le dirigeant, l'augmentation de la taille critique des entreprises dont nous avons fait état, est aussi un moyen pour ce dernier, de garder le pouvoir au sein de son organisation.

Pour autant **la diversification hétérogène comporte des risques importants qui vont avoir des conséquences sur sa latitude managériale.** En effet la variante stratégique de la diversification hétérogène peut paraître sans risque, à un détail important prêt, qui est que ces acquisitions se font dans des domaines qui bien souvent n'ont rien à voir avec la raison d'être de l'entreprise, et ont pour conséquence des diversifications coûteuses (Lordon, 2002). La croissance externe sans rapport avec le métier d'origine, au travers de ces fusions, acquisitions détruit bien souvent plus de valeur qu'elle n'en crée. Les dirigeants sont confrontés à des différences de méthodes de travail, de culture, de mode de management, qui provoquent des difficultés d'absorption du « business model » voire des résistances internes des entreprises rachetées, représentant des coûts cachés non considérés dans les modèles économiques de retour sur investissements proposés par les cabinets de fusions/acquisitions. Les dirigeants de la « firme managériale » touchent alors du doigt une crise majeure de leur modèle stratégique et de leur légitimité en tant que dirigeant « sachant ». Ces derniers souhaitant neutraliser les mécanismes disciplinaires éventuels de la part des actionnaires, pratiquent alors « l'enracinement » et pour se protéger développent des comportements contraires à l'intérêt des parties prenantes et notamment des actionnaires. Alexandre et Paquerot (2000) définissent ces stratégies d'enracinement comme ayant *« pour objectif d'accroître leur espace discrétionnaire en utilisant les moyens à leur disposition, c'est à dire leur capital humain mais également les actifs de l'entreprise, pour neutraliser les systèmes de contrôle et accroître la dépendance de l'ensemble des partenaires de la firme envers les ressources qu'ils contrôlent (capital humain spécifique, asymétrie d'information) »*.

**On touche ici à la limite d'un système et une première perte de sens de l'objectif de l'entreprise.** Quand jusque-là, l'objectif premier était de concentrer les efforts stratégiques sur la croissance organique de l'entreprise et donc sur l'amélioration de l'efficacité productive afin de permettre de créer de la valeur pour les stakeholders, celui-ci devient une course à la croissance externe et quand celle-ci ne démontre pas les résultats attendus, elle devient un conflit entre dirigeants et actionnaires pour défendre des intérêts personnels (les LBO en seront la représentation la plus extrême de la sanction infligée par les actionnaires aux dirigeants incapables de gérer cette croissance externe).

**L'apport de la recherche académique va alors faire émerger l'idée** que pour augmenter l'efficacité de l'entreprise, il faut exercer un contrôle sur son dirigeant. Et pour cela « **les forces du marché financier** » peuvent constituer un moyen efficace pour discipliner les dirigeants des grandes entreprises cotées. Cette idée fondée sur l'hypothèse d'efficience informationnelle des marchés (Fama, 1970), considère que l'actionnaire peut faire confiance au marché financier autorégulé. Cette notion de « forces du marché » constitue le point d'ancrage de la théorie économique libérale comme rejet du corporatisme américain, de l'époque.

C'est d'ailleurs en adressant une critique de l'interventionnisme public contre le gouvernement américain que Jensen et Meckling préfigurent avec la théorie de l'agence, au développement de l'idéologie actionnariale, et par là même à la remise en question du pouvoir discrétionnaire du dirigeant d'entreprise cotée. Pourtant à l'origine, leur raisonnement n'a pas pour but de justifier la relation dirigeant-parties prenantes au profit d'un déséquilibre vers une partie prenante unique ; l'actionnaire, mais plutôt d'adresser le rôle interventionniste de l'État américain dans l'économie (et une certaine forme de corporatisme), et par effet miroir, celui du dirigeant dans l'entreprise (Weinstein, 2010).

Faisant écho à l'article de Friedman (1970) qui décrit le rôle du dirigeant d'entreprise comme une mission de maximisation de la valeur créée pour ses propriétaires, Jensen et Meckling vont alors concentrer leurs efforts sur la relation d'agence qui lie les apporteurs de capitaux et les décisionnaires dans l'entreprise, et par la même focaliser la responsabilité du dirigeant cette relation.

En ce sens les approches de Berle et Means et Jensen et Meckling (1976) sont totalement différentes.

Quand Berle et Means envisagent l'entreprise comme une « organisation sociale », Jensen et Meckling eux font référence à un « nœud de contrats », le référentiel se déplace vers les concepts de rôles et responsabilités, de droits et devoirs au détriment de la motivation et du sens.

Berle et Means, considèrent le rôle du dirigeant comme celui d'arbitre entre les intérêts parfois divergents de toutes les parties prenantes. Dans leur approche, l'actionnaire est une partie prenante extérieur à l'entreprise, n'ayant guère plus de droit de regard sur son fonctionnement que le fournisseur, le banquier ou l'État.

Jensen et Meckling (1976) de leur côté, envisagent l'entreprise comme un « nœud de contrats » dans laquelle le dirigeant devient le mandant de l'actionnaire. C'est un changement profond de

la relation au dirigeant, qui passe du « sachant » au pouvoir discrétionnaire à celui dont il faut « aligner » les intérêts pour éviter les comportements opportunistes tel l'enracinement. C'est donc un changement profond du rôle du dirigeant et de sa latitude managériale associée.

**De dirigeant au pouvoir discrétionnaire le « patron » devient le mandataire de l'actionnaire (mandant) au pouvoir souverain.** Cela revient à dire que sa latitude discrétionnaire se réduit, en ce sens que chaque décision maintenant, sans être pour autant contrôlée, doit être motivée (Gomez, 2003).

**C'est aussi un changement de rôle des actionnaires qui deviennent un contre-pouvoir** et qui évaluent et sanctionnent « ex-post » les résultats des stratégies mises en place par le dirigeant. Le dirigeant « expert » garde donc son pouvoir de décision stratégique dans l'intérêt de l'entreprise mais il doit accepter de rendre des comptes sur ce qu'il a prévu et ce qui est effectivement réalisé dans la création de valeur par l'entreprise.

#### 1.2.1.2. La montée d'une conception financière du contrôle : de la contrôlabilité à la congruence des intérêts

Dès le début des années 1980, **les conditions d'application de cette théorie sont remises en question par une hypothèse que Jensen et Meckling n'avaient pas totalement pris en compte dans leur théorie ; la massification de l'actionnariat** et son pouvoir acquis au travers d'une gestion de portefeuille délégué à des investisseurs institutionnels le représentant (Gomez, 2009). Certains postulats de la théorie de l'agence comme la latitude managériale (son pouvoir souverain) du dirigeant se retrouvent questionnés par l'apparition de cette nouvelle industrie de l'intermédiation financière.

Cette massification de l'actionnariat trouve son origine aux États Unis et se développera ensuite en Europe et en Asie avec la dérèglementation bancaire des années 1980-1990. Conséquence de la crise économique de 1973, l'Employee Retirement Income Security Act (ERISA, 1974), votée par le congrès américain introduit la retraite par capitalisation aux États Unis. Avec cette loi, la responsabilité sociétale qui incombait avant à l'entreprise et à son dirigeant de veiller au financement des retraites de ses employés, et automatiquement transféré aux employés eux même via les marchés financiers. Il s'en suit une augmentation considérable du nombre d'actionnaires.

En même temps cette réorganisation de l'épargne publique permet l'émergence d'une nouvelle forme d'intermédiation financière : les fonds de pension, qui viennent s'insérer entre les épargnants et les marchés financiers. (Montagne, (2006, 2009), Gomez, (2009)). Dans ce mouvement « *la grande entreprise devient un espace public parce que sa propriété s'est diluée dans le public* » Gomez (2004). La conséquence directe de ce phénomène est l'augmentation considérable des liquidités à la disposition des marchés financiers, qui bouleverse radicalement le mode de financement des entreprises et introduit dans la mécanique de stratégie d'investissement du dirigeant, la notion de coût d'opportunités des capitaux investis. Le contrôle des performances de l'entreprise se déplace alors presque de façon évidente, vers les fonds de pensions. Ces derniers étant rémunéré sur des performances attendues des entreprises (ROE à 15%), réclament plus de pouvoir pour influencer les stratégies des dirigeants et permettre d'aller dans le sens de la priorité donnée à la rente vers l'actionnaire. (Charreaux et Desbrières, 1998, Hansmann et Kraakman, 2002).

C'est aussi dans ce contexte que l'on voit apparaître un nouveau type de dirigeant plus « gestionnaire » qu'experts. Les travaux de Chandler (1972) vont permettre de mettre en évidence ce changement majeur qui s'opère au niveau organisationnel des entreprises. En lieu et place de la promotion interne (dirigeants « insiders »), les conseils d'administration sont incités par les investisseurs institutionnels à recruter des dirigeants « outsiders » (qui n'ont pas fait carrière dans l'entreprise) souvent issus des milieux financiers et reconnus pour leur compétences « de gestion »<sup>35</sup>. Ce mécanisme est aussi justifié par les partisans du contrôle plus franc des dirigeants, qui selon eux, permet d'éliminer les mécanismes d'enracinement que l'on peut constater chez certains dirigeants « insiders », qui sont remerciés, ou victime d'une OPA<sup>36</sup> et débarqués sur le champ.

En conséquence **on note dès les années 1980, une perte de légitimité du dirigeant dans la définition des stratégies de performance de l'entreprise et le déplacement de sa responsabilité** envers ses parties prenantes (et notamment dans le cas présent de ses employés) vers une partie prenante unique, l'actionnaire (« propriétaire »). Ce qui s'est joué, écrit Gomez (2009), « *c'est la montée en puissance des spécialistes de la finance comme nouveaux experts de l'Économie. [...] En revendiquant la défense des intérêts des actionnaires contre ceux des*

---

<sup>35</sup> Ceci est particulièrement vrai pour les États-Unis mais nous le verrons plus en aval n'est pas le cas pour la France où l'on assistera plutôt à une conversion des élites au mode de management gestionnaire.

<sup>36</sup> Offre publique d'Achat



*dirigeants, comme le défendait le néolibéralisme, l'oligarchie financière s'est posée comme championne du capitalisme de masse et finalement comme le défenseur des épargnants* » **De la notion de contrôlabilité défendue par les partisans du néolibéralisme, on parle dorénavant de congruence.**

Mottis et Ponsard, (2002) définissent cette contrôlabilité comme « *la capacité à maîtriser effectivement un phénomène en disposant des leviers d'action correspondants* », alors que la congruence sera « *l'alignement des intérêts, entre les parties* » et dans le cas de notre développement l'alignement des intérêts dirigeant-actionnaire. (Charreaux ,1992).

D'ailleurs longtemps, cette question du contrôle et de l'alignement des intérêts des dirigeants d'entreprise avec leurs parties prenantes ne s'est pas posée. Au 19 siècle dans les entreprises très souvent familiales, actionnaires et dirigeants sont les mêmes personnes. Et ce capitalisme familial par construction, ne souffrait pas de problème de gouvernance. C'est en ouvrant leur capital sur les marchés financiers, que ces entreprises ont offert à de nouveaux actionnaires la possibilité d'acquérir des titres en échange de liquidités investis. Le pouvoir de ses dirigeants s'en est immédiatement trouvé dilué.

Quoi qu'il en soit, la problématique liée aux intérêts personnels divergents dans une relation contractuelle, agent-principal semble avoir refait surface quand les dirigeants adoptent des stratégies de diversifications verticales qui ne démontrent pas les effets attendus de création de valeur. Cette crainte n'est pas nouvelle ; Dès le XVIII siècle, Smith (1776) pose le problème « *Les directeurs de ces sortes de compagnies (les sociétés par actions) étant les régisseurs de l'argent d'autrui plutôt que de leur propre argent, on ne peut guère s'attendre à ce qu'ils y apportent cette vigilance exacte et soucieuse que des associés apportent souvent dans le maniement de leurs fonds* ». Avec la théorie de l'Agence, Jensen et Meckling (1976) posent les fondements « *des fictions légales qui servent de noyau pour un ensemble de relations contractuelles entre les individus (...) un contrat par lequel une ou plusieurs personnes (le principal) engage une autre personne (l'agent) pour exécuter en son nom une tâche quelconque qui implique une délégation d'un certain pouvoir de décision à l'agent* ». Ils proposent donc une solution universelle au problème de la relation dirigeant-actionnaires et la gouvernance d'entreprise.

Dans la relation contractuelle qui lie les deux parties, l'actionnaire investis ses capitaux et est assimilé à un « propriétaire », le dirigeant en est le gestionnaire (mandant), celui qui rend des

comptes. Cette alternative est complétée par des mécanismes d'incitations (stock-options etc) et de transparence d'information pour s'assurer que le dirigeant défendra bien les intérêts des actionnaires puisqu'il devient l'un d'entre « eux », et que les gains potentiels qu'offre ces mécanismes, l'impactent directement. Le passage **du rôle de contre-pouvoir de l'actionnaire à celui de pouvoir de contrôle des investisseurs institutionnels, se retrouve ainsi formalisé dans la gouvernance d'entreprise.**

Les travaux académiques menés par de nombreux chercheurs ont permis de mettre en évidence l'évolution du référentiel de la gouvernance des entreprises, qui a amené au déséquilibre de la création de valeur au profit exclusif des actionnaires.

Là encore, Mottis et Ponsard, (2002) identifient deux tendances majeures qui s'inscrivent dans cette chronologie :

- Tout d'abord **l'évolution de la nature de la communication financière des grandes entreprises cotées et la nouvelle injonction de transparence de l'information financière.** Elle consiste alors pour le dirigeant et son équipe « d'investors relations » de fournir de façon proactive des informations sur l'évolution du « business » permettant de faire converger au maximum, au moment des communications trimestrielles, les attentes des marchés avec les fondamentaux de l'entreprise. Le mot d'ordre est « no surprises, nous sommes sous contrôle ». Et avec la mondialisation, l'objectif du dirigeant de la grande entreprise cotée devient très rapidement celui de créer un « consensus de marché » corrélé avec le secteur de l'entreprise et qui dépasse l'espace géographique auquel il appartient. Les auteurs (p 235) notent à ce propos que « *la grande homogénéité d'approche adoptée par le marché financier oblige les entreprises à une plus grande rigueur dans leur communication financière : dans l'explicitation d'objectifs quantifiés, dans le suivi de leur performance, dans le détail des résultats présentes, enfin dans le maintien d'une stricte équité entre les différents interlocuteurs (de l'actionnaire individuel au fonds de pension) ».*
- Et ensuite, critère non négligeable, **celui de l'alignement systématique des incitations des dirigeants** (les rémunérations) sur leur capacité de générer de la VA. Pour rappel jusque dans les années 80 les rémunérations des dirigeants étaient peu variables et

demeuraient surtout influencées par la taille de l'entreprise plutôt que par la performance pour l'actionnaire. Elles étaient indexées sur des critères comptables facilement manipulables en interne. Pour exemple, le résultat net d'exploitation pour lequel des provisions pouvaient être prises pour permettre de lisser l'indicateur d'une année sur l'autre et assurer des bonus récurrents aux dirigeants même dans le cas d'une mauvaise année. Or au début des années 90, un changement majeur est introduit aux États-Unis, et qui va dans le sens de la théorie de l'agence qui préconise l'alignement des intérêts du principal (l'actionnaire) et de l'agent (Le dirigeant). Des systèmes de rémunérations variables sont mis en place incitant de facto les dirigeants à se focaliser sur la création de VA. (Boyer, 2005)

Ce qui paraît alors intéressant de comprendre à cette étape de notre recherche, c'est **comment avec la massification de l'actionnariat, le dirigeant a pu aligner dans le vocable « actionnaires », des individus aux horizons de temps, de prise de risque et d'attente de rendements différents, ou encore ceux par nature « ubiquiste » ?** (Martinet et Reynaud, 2015) et il est encore moins évident de comprendre comment sous le concept de « création de valeur » on a pu forger une congruence d'intérêts vers la maximisation de la valeur pour une partie prenante unique, l'actionnaire

#### 1.2.1.3. Les actionnaires ont-ils pris le pouvoir sur les stratégies d'entreprise ?

« *Customers first, employees second, and shareholders third* », malgré cette phrase de Jack Ma, patron d'Alibaba, nombreuses sont les décisions stratégiques de grandes entreprises cotées qui semblent donner, et de façon récurrente, la première place aux actionnaires. Pourquoi cela ? Comment de simple partie prenante en 1970, à l'activisme d'aujourd'hui, les « actionnaires » de la grande entreprise cotée sont-ils devenus la partie prenante dominante à satisfaire en priorité dans les stratégies mises en place ? qui sont les actionnaires de la grande entreprise cotée, quel est leur rôle ? un contre-pouvoir du dirigeant tout puissant et/ou un despote court termiste ?

Comme nous l'avons vu jusqu'à présent, les mutations du monde économique et financiers des 40 dernières années, ses évolutions technologiques et la globalisation des échanges, ont profondément modifié la nature et la structure du capital des entreprises et avec elles, la relation de son dirigeant avec ses actionnaires. Le modèle d'actionnariat tel qu'il est entendu aujourd'hui décrit l'actionnaire comme un ensemble homogène investisseurs financiers de l'entreprise. Or cette hypothèse semble réductrice au regard de l'horizon temporel d'investissement des actionnaires, de leur besoin de liquidité, de leur appétence face au risque, et de leur attitude au regard de leurs valeurs et de leur façon d'investir le capital. Il existe par ailleurs un caractère ubiquiste qui peut faire d'un actionnaire, un dirigeant d'entreprise, un employé, un fournisseur ou un client de l'entreprise (Albouy, 2002). Avant tout chose, il semble important de définir ce que nous entendons par le terme « les actionnaires » ?

**L'actionnaire est entendu comme** toute personne physique ou morale qui détient des actions d'une entreprise cotée sur un marché financier, actions qu'il a acquis par l'investissement d'un capital pour lequel il n'a pas la garantie de pouvoir le récupérer si l'entreprise venait à rencontrer des difficultés opérationnelles et financières. L'objectif de cet investissement consiste avant tout à faire fructifier ce capital en recevant durant la durée de détentions des titres, des dividendes et au moment de la revente des titres une plus-value correspondant à la différence entre le prix d'achat des actions et leur prix de vente.

On dénombre aujourd'hui plusieurs typologies d'actionnaires

- **Les investisseurs institutionnels dits « traditionnels »** : Ce sont généralement des banques, des compagnies d'assurance, des fonds de pension, des fonds communs de placement (SICAV), des organismes d'assurance mixtes et caisses de retraite, ou organismes collecteurs, qui agissent pour le compte de clients par le biais du contrat qui les lie. (Assurance vie, 401k aux États-Unis, etc...). Ce sont des investisseurs qui recherchent une rémunération stable de leur investissement sur le long terme et qui attendent de l'entreprise qu'elle décline sa stratégie à moyen et long terme avec structuration, efficacité et performance.

A cette catégorie d'investisseurs institutionnels « traditionnels », sont venus s'ajouter de « **nouveaux** » investisseurs tels :

- **Les fonds de capital-investissement spéculatifs** (ou sociétés de capital-risque, terme anglo-saxon de « hedge funds ») sont des sociétés utilisant des techniques risquées (telles que la vente à découvert) pour investir sur des supports financiers à très hauts risques, en contrepartie, d'un rendement supérieur lié au risque encouru. Ces fonds sont généralement assimilés à des investisseurs de court terme très actifs sur la capacité des entreprises à générer des cash-flow à court terme et adoptent des méthodes très activistes.
  
- **Les fonds d'investissement dit "indiciel"** qui investissent dans des « paniers » d'actions ou obligations groupées par zone géographique, ou par secteur d'activité, permettant d'investir en une seule fois, dans plusieurs centaines d'entreprises et donc de limiter le risque et surtout les coûts de la gestion associée. Ces indices répliquent les indices connus sur les marchés tels le CAC40, le S&P500, le DAX etc....
  
- **Les fonds souverains** : Le développement des fonds souverains et leurs investissements dans la propriété privée des entreprises internationales, remonte aux années 60 avec la création du premier fond au Koweït<sup>37</sup>. L'objectif était alors de répondre au besoin de placer les surplus financiers liés à l'exploitation pétrolière. La création des fonds souverains va faire évoluer le rôle d'arbitre et de contrôle des États, vers celui de partie prenante « actionnaire » des entreprises au niveau mondiale, développant ainsi des positions d'influence en dehors de leurs frontières nationales. Aujourd'hui pratiquement tous les pays occidentaux, émergents et développés possèdent leur fond souverain.

Aujourd'hui on distingue trois grands types de fonds souverains : ceux alimentés par les ressources pétrolières, par les excédents commerciaux, financiers et logistiques (fonds asiatiques) et enfin le fond du gouvernement norvégien (plus de 1 000 milliards de dollars, soit le plus grand fonds actuel), principalement alimenté comme les fonds du Moyen-Orient par les

---

<sup>37</sup> Koweït Investment Authority,

ressources pétrolières, , mais dans un pays où l'économie qui se distingue des autres fonds par son mode de fonctionnement et de gestion très éthique.

Au tout début de leur existence, les fonds souverains se sont limités à des investissements obligataires d'État, dont les risques s'en trouvaient limités. Dans le milieu des années 2000, ces derniers se sont diversifiés vers l'actionnariat actif au point de devenir actionnaire minoritaires significatifs, armes puissantes aux services des États dont les capitaux, et objectifs de rendements sont restés très secrets. La crise de 2008, leur a conféré un tout rôle, celui d'actionnaire de « dernier ressort » et a permis de redorer leur image auprès des marchés financiers.

Aujourd'hui, les travaux d'Adam Dixon et Ashby Monk ont montré que les fonds souverains développent des logiques d'investissement qui bien souvent traduisent les ambitions et stratégies de l'État qu'ils représentent, notamment elles permettent l'accès à des marchés, à des savoir-faire, voire à de la technologie et ainsi d'influer sur les stratégies dans différents secteurs (énergie, haute technologie), de participer plus ou moins activement à la gouvernance des entreprises ou banques concernées et de responsabiliser sur les sujets environnementaux ou éthiques.

- **Les actionnaires Individuels, minoritaires** : ce sont les « petits porteurs » d'actions en nom propre, mais qui ne possèdent pas un nombre d'actions significatif pour pouvoir influencer la stratégie et les décisions prises durant l'assemblée générale des actionnaires. Leur horizon de temps et de prise de risque peut varier mais le plus souvent ce sont des petits porteurs investisseurs sur le court ou moyen terme, avec un profil de risque très modéré.
- **Les actionnaires individuels majoritaires** ; aussi appelés actionnaires de référence de l'entreprise. Ces actionnaires ont le pouvoir d'influencer les stratégies de l'entreprise car ils détiennent une participation significative qui correspond généralement à un seuil supérieur à 10% des actions en circulation. Ils ont cet avantage (à la différence des actionnaires individuels) d'être facilement identifiable par le dirigeant et de pouvoir représenter des investisseurs de long terme pour l'entreprise et son dirigeant. Dans l'histoire des entreprises les actionnaires majoritaires sont souvent les fondateurs ou

famille de fondateurs des grandes entreprises qui se sont ensuite cotées en bourse. Mais depuis quelques années on voit se développer les prises de participations majoritaires par des partenaires privés c'est par exemple le cas pour le groupe AccorHotel et la prise de participation de 12% du groupe hôtelier chinois Jin Jiang, et de 10,44% du Fond Qatari QIA.

- **Les actionnaires salariés** (incluant le dirigeant d'entreprise); c'est une forme particulière de l'actionariat qui consiste à faire entrer les salariés de façon durable au capital de l'entreprise cotée, et par là même, de renforcer leur motivation et leur engagement, à se focaliser sur la création de valeur. A priori ces actionnaires de par leur qualité de salariés de l'entreprise sont plutôt envisagés comme des actionnaires de long terme.
- **L'actionnaire public** (les États), dans de nombreux pays, les États sont partie prenante, actionnaires des entreprises, c'est particulièrement le cas pour les États d'origine communistes (comme la Chine, où l'État est présent au capital de toutes les entreprises cotées) mais aussi pour les États européens qui de par leur histoire ont construit des sociales démocraties où l'État a participé au développement des grandes entreprises qui font l'Économie, c'est le cas par exemple de l'Allemagne (Volkswagen et le Land de Basse Saxe), ou de la France (L'État est encore présent au capital d'entreprises du CAC40 dont Renault, Engie, etc...).

Dans ce contexte, **une typologie d'actionnaire peut être qualifiée « activiste »**, lorsqu'elle « *tente d'exercer concrètement sa souveraineté sur l'entreprise telle qu'elle est établie par le droit mais confisquée par la technocratie managériale* » Gomez (2001). Albouy et al citant Pound, définissent l'activiste comme « *un investisseur qui prend une part significative de capital dans une entreprise cotée dans l'intention d'apporter des changements dans sa gestion et en conséquence en tirer profit* »

**Plus qu'un contre-pouvoir du dirigeant d'entreprise**, ces définitions tendent à faire de l'actionnaire activiste, un acteur qui s'introduit dans l'entreprise avec pour objectif avoué d'influencer directement les stratégies opérationnelles.

Elles trouvent alors leur limite dans les postures et les objectifs que chaque activiste va souhaiter retirer de cette mise en tension. Tout d'abord, qu'il soit un investisseur institutionnel passif, un fond spéculatif ou une autre catégorie d'actionnaire, pour les organismes de régulations français ou américains, un actionnaire sera qualifié « d'activiste » :

- Aux États-Unis, s'il est détenteur de l'équivalent de 2 000 dollars en actions d'une entreprise pour pouvoir déposer une résolution. Pour la SEC le seuil de détention de 5% du capital d'une entreprise cotée suffit à imposer le dépôt de la forme K-10 qui définit le détenteur comme publiquement un potentiel activiste.
- En France, il faut représenter, seul ou en groupe, 0,5 % du capital, ce qui dans le cas d'entreprises du CAC40, se chiffre en plusieurs centaines de millions d'euros mais reste cependant qualifié de « minoritaire ».

Nous retiendrons par ailleurs l'idée que contrairement à une offre publique d'achat qu'elle soit amicale ou hostile, l'actionnaire activiste ne met pas en place de stratégie d'acquisition de l'entreprise pour pouvoir agir. Il est plutôt, comme nous venons de le voir, un actionnaire dit « minoritaire », qui aux moyens de campagnes de communications actives<sup>38</sup>, va chercher à influencer les autres actionnaires de l'entreprise afin que ceux-ci lui donnent procuration sur leurs droits de vote et ainsi lui permettre dans les AG d'entreprise, d'influencer les stratégies des entreprises qu'il a ciblé. Nous retiendrons donc que l'objectif principal de l'actionnaire activiste, consiste à réveiller « les belles endormies » en apportant des changements dans les stratégies mise en place par l'entreprise cotée (et son dirigeant) afin d'en retirer un impact positif substantiel à plus ou moins court terme. (Albouy et al., 2017).

Nous verrons que loin d'être négligeable ce nouveau mode de relation au dirigeant peut avoir un impact significatif sur les stratégies de la grande entreprise cotée et les comportements de son dirigeant.

---

<sup>38</sup> Dans sa recherche sur la montée de l'activisme en France (2017) Viviane de Beaufort dénombre parmi les « armes » utilisées : les questions écrites et orales en AG, les votes contre des résolutions proposées par l'entreprise, des dépôts de résolutions, la contestation d'élections de mandataires sociaux.



**Il existe aussi une dimension géographique de l'actionnariat** qui conditionnera un actionnariat dilué (ou dispersé) ou plutôt concentré. En effet l'environnement légal (de la gouvernance d'entreprise) dans un pays aura tendance à conditionner le type d'actionnariat qui y est le plus fréquent :

- On notera un actionnariat plutôt dispersé lorsque les intérêts des investisseurs sont plutôt bien considérés dans la loi. C'est le cas de pays de droit commun tels que les États-Unis. (La Porta et al., 2000).
- A l'inverse on recensera un actionnariat plus concentré dans les pays où la protection des actionnaires est moindre (la Chine, ou dans le cas qui nous intéressera plus particulièrement celui de la France, dont le droit civil est considéré jusque-là, comme protégeant peu les intérêts des investisseurs).

**Ainsi les actionnaires n'auront pas la même façon d'être perçus dans leur ambition et leurs attentes, par les dirigeants, qu'ils soient des actionnaires européens, anglo-saxons ou encore asiatiques.**

Par ailleurs la dérèglementation et l'ouverture des entreprises européennes aux financements étrangers (FIE) dans les années 1990 ont favorisé une hybridation des modèles européens de gouvernance par les investisseurs institutionnels anglo-saxons et la promotion du modèle de la « Shareholder value ». (Morin, 1998, La porta et al., 1999, Wirtz, 2000,).

Le cas particulier du modèle français caractérisé par l'absence de fonds de pensions (retraite par répartition ne le justifiant pas) et par les privatisations successives de la fin des années 80 et du début des années 90, a représenté un cadre très favorable à une telle hybridation. Même si les participations croisées et les cœurs financiers ont tenté d'endiguer le processus, la place française deviendra rapidement avec 50% de FIE, ce que Minc a qualifié de « compartiment valeurs françaises de Wall Street » (Mottis et Ponsard, 2002).

**L'horizon d'investissement ou durée de détention des actions, des différentes typologies d'actionnaires que nous venons de décrire, peut aussi avoir un impact majeur sur les stratégies des dirigeants d'entreprises cotées.** En effet certaines typologies sont associées plus facilement à une vision court-termiste, en attente de rendements très rapide alors que d'autres comme les fonds d'investissements indiciels privilégient les stratégies qui permettent

des rendements stables et sur le long terme. Gomez (2001) identifie six attitudes différentes envisagées de façon non exclusive (le profil de l'actionnaire est souvent la combinaison de plusieurs critères) et fonction de la relation à l'actionnariat. On distinguera le comportement de l'actionnaire ; souverain (actif pour contrôler l'entreprise) ; l'apathique (indifférent à la gestion) ; le père de famille (qui considère l'actionnariat comme un moyen de se constituer un patrimoine sur le long terme) ; l'intéressé (désireux de gagner de l'argent) ; le fidèle (qui considère l'actionnariat dans le temps, comme une rente) et l'opportuniste (qui adopte un comportement de joueur et qui va essayer de faire quelques « coups » gagnants).

En résumé, au travers de toutes ces caractéristiques typologiques, géographiques, et comportementales, nous voyons bien comme l'écrit Gomez (2001) que « *l'actionnaire n'existe pas, il s'agit en fait d'un ensemble d'actionnaires dont le poids et les motivations sont très disparates* »

Notons aussi que ces derniers n'ont pas les mêmes motivations ni les mêmes capacités à contrôler les dirigeants selon la fraction du capital qu'ils détiennent. (Ginglinger, 2012).

Pour autant et sous le prétexte de la démocratisation de la gouvernance des entreprises, les années 80 vont consacrer la VA comme nouvelle injonction du dirigeant. Comment ce glissement de légitimité du dirigeant vers les actionnaires s'est-il organisé dans le temps, et a ainsi permis aux investisseurs institutionnels (gestionnaires délégués des actionnaires) de devenir « l'oligarchie de la spéculation » (Gomez, 2001) ? C'est ce que nous allons aborder maintenant.

**De l'actionnaire simple partie prenante, apporteur de ressources financières, à l'actionnaire contrôleur du dirigeant d'entreprise, partie prenante dominante.**

Ces typographies d'actionnaires se sont multipliées dans le temps et notamment avec le développement de la dérégulation financière. Cela a entraîné l'éclosion de multiples systèmes de contrôle et le renforcement du cadre de la gouvernance dans l'entreprise. Quel est rôle de l'actionnaire dans l'entreprise et comment ce rôle s'est-il transformé dans le temps pour représenter la forme d'un contre-pouvoir du dirigeant, et quasi unique vis à vis des autres parties prenantes de l'entreprise ?

Dans une économie de marché, les grandes entreprises ont besoin de ressources dont les ressources financières pour assurer leur croissance à l'international. Pour se faire ces dernières disposent de différents leviers de financement tels que l'autofinancement, la dette bancaire ou obligataire, l'augmentation de capital, le partenariat financier (avec prise de participation d'une partie du capital dans l'entreprise). Sauf cas particulier des entreprises de la « Tech » ayant accumulé des trésors de liquidités après la crise de 2008 (Apple en est la représentation ultime avec un free cash-flow autour de 250 milliards de dollars à fin 2018), l'autofinancement ne permet pas aujourd'hui aux grandes entreprises de pouvoir réaliser les investissements nécessaires à leurs stratégies de développement. L'exemple de la transformation du business modèle des industries automobiles en est un exemple révélateur. De nombreuses alliances ont dû avoir lieu afin de permettre aux géants de l'automobile d'amorcer le virage de la voiture électrique et bientôt de la voiture autonome.

Aussi pour favoriser leur développement économique, toute la stratégie financière de la grande entreprise, consistera à trouver le bon équilibre entre ces deux moyens de financement externe. Car à la différence de la dette bancaire ou obligataire, le financement par injection de capital dans l'entreprise est à priori plus coûteux et dilue le pouvoir discrétionnaire du dirigeant. Les actionnaires ayant des exigences de retour sur investissement supérieures au coût moyen pondéré du capital (représentant la moyenne pondérée entre pourcentage de capitaux propres et pourcentage d'endettement sur le total du financement de l'entreprise), le dirigeant pour attirer les actionnaires devra d'être capable de développer des stratégies permettant de répondre à ces attentes.

Pour autant ces exigences de retour sur investissement des actionnaires n'étant pas garanties par l'entreprise. En effet si en échange de leur apport financier les banques et détenteurs d'obligations de l'entreprise obtiennent une rémunération contractuelle, indépendante de l'activité de la firme (profitable ou non) et à priori sans risque, la rémunération de l'actionnaire est quant à elle, prévisionnelle (elle s'appuie sur la valorisation de prévision de cash-flow futurs), incertaine et résiduelle, et donc porteuse d'un risque dit supérieur aux autres parties prenantes de l'entreprise (ce que est discutable sur le fond et que nous remettons en question plus en aval). Pour clarification ici, si besoin était, la rémunération de l'actionnaire ne se matérialise pas dans le dividende, qui représente seulement la liquéfaction partielle de son patrimoine, mais par l'augmentation du prix de l'action entre sa date d'achat et sa date de revente augmentée des dividendes perçus dans l'intervalle.

Par ailleurs, ces derniers auront des attentes proportionnelles à leur prise de risque dans l'entreprise. Pour autant ils n'auront pas toujours le nombre de voix associées à leur nombre d'actions, et donc il existera une dichotomie éventuelle entre pouvoir d'influencer l'entreprise et participation financière. Le mécanisme des droits de vote double, les actions à droit de vote plural, les golden shares, sont autant d'assurance d'une hégémonie sans partage de la part du dirigeant de la grande entreprise. L'introduction en bourse récente de Lyft et Pinterest en est un exemple que certain qualifie de « dictature d'entreprise »<sup>39</sup>, contraire à la démocratie actionnariale. En 2017 d'Evan Spiegel, le co-créateur de Snap, avait créé un précédent en émettant des actions sans droit de vote et réduisant ainsi toute possibilité d'opposition à ses décisions à 3 % des votes. Qu'en est-il donc des modalités de contrôle du dirigeant et comment ce pouvoir de contrôle c'est organiser pour donner aux actionnaires cette prédominance dans le temps.

La capacité d'influence des actionnaires même si elle n'est pas toujours proportionnelle à leur poids financier, est fonction des mécanismes d'intervention qu'ils vont pouvoir mettre en place au sein de l'entreprise. L'incitation à intervenir auprès de l'entreprise et de contrôler ses dirigeants s'amplifient avec le nombre de titres détenus, et donc implique l'abandon d'une attitude neutre (Batsch, 2002).

**Aussi pour comprendre la prise de pouvoir des actionnaires des années 1990 à aujourd'hui nous allons nous intéresser aux investisseurs institutionnels et en particulier aux catégories d'actionnaires qui constituent les « nouveaux » investisseurs.** En effet, de par leur poids financier, leur réputation et leur stratégie de gestion, nous allons voir que le degré de contrôle et d'influence que peuvent avoir ces typologies d'actionnaires sur l'entreprise et son dirigeant, se décline entre :

- D'aucun contrôle ou influence : Dans le cas d'une participation minoritaire résultant d'un placement purement financier et inférieur à 5% des actions avec droit de vote (comme défini par la législation relative au concept d'influence et reprise par la SEC dans son obligation de déclaration d'intention dans le cas d'une détention de titre supérieure à 5%)

---

<sup>39</sup> Mots de James Richie, actionnaire activiste, dans le figaro <http://www.lefigaro.fr/secteur/high-tech/2018/06/01/32001-20180601ARTFIG00322--l-ag-de-facebook-mark-zuckerberg-essuie-la-colere-d-actionnaires-furieux.php>

- En passant par une influence sensible sans contrôle : Dans le cas d'une participation actionnariale suffisante qu'elle permet alors de demander un siège au conseil d'administration ou encore de peser sur l'issue d'un proxi litigieux.
- A un contrôle effectif : correspond à la capacité d'influencer de façon déterminante les décisions de l'entreprise résultant de la dispersion de l'actionnariat ou de l'absence dans les AG d'actionnaires.
- Au contrôle total de l'entreprise : détention entre 50% et plus des actions avec droits de vote. Contrôle absolu de toutes les décisions de l'entreprise.

Nous allons montrer comment l'importance croissante prise par ces investisseurs depuis le début des années 1990 a transformé l'économie du financement des entreprises d'un capitalisme d'actionnaires (actionnariat direct, dispersé et minoritaires) à un capitalisme d'investisseurs (concentration des actionnaires individuels via ces fonds), qui ont ainsi favorisé par leur poids et leur influence, la diffusion le concept de la valeur actionnariale.

Ce que l'on peut noter aussi c'est que dans ce processus de dématérialisation de la relation à l'entreprise, l'actionnaire est devenu une masse invisible, offrant l'opportunité « *d'une euphorie de liberté économique individuelle* » (Gomez, 2001, p173) en même temps qu'une ignorance des conséquences et des responsabilités attachées à la spéculation ambiante.

Ceci s'est fait graduellement et a été favorisé par plusieurs mécanismes dont le premier et lié au déplacement de la détention directe de titre vers une gestion de portefeuilles délégués aux investisseurs institutionnels (Montagne, 2006,2009). L'accroissement de la concentration dans les fonds et le marché de la gestion d'actifs, ainsi que l'essor de la stratégie d'investissement passive et des fonds indiciels va accentuer le processus. Enfin la prédominance aujourd'hui de l'actionnariat dispersé (le « flottant ») des grandes entreprises cotées et l'accroissement massif de l'actionnariat « commun » (la prise de participations par les investisseurs institutionnels dans plusieurs entreprises concurrentes dans un même secteur d'activité) justifie définitivement la création de valeur pour l'actionnaire comme injonction normative pour le dirigeant de la grande entreprise cotée.

**Les investisseurs institutionnels influencent ils les comportements des dirigeants des grandes entreprises cotées ?** Ils sont devenus des acteurs prédominants de l'économie mondiale et en particulier depuis la crise de 2008 (Fichtner et Al, 2017). Cette industrie

financière a acquis la première place en tant qu'actionnaires dans de nombreuses entreprises (Morin, 1998, Plihon (2016), Ponssard, 2002).

Les travaux de Williams et Ortega (2012, p. 85) nous permettent de catégoriser deux modes de gestion actif et passif, de la part des investisseurs institutionnels :

L'objectif d'une gestion active de portefeuille (représentée en majorité par les hedge funds ou fonds spéculatifs)

- Tente de dépasser la performance d'un indice
- Affirme que les inefficiences de prix sur le marché créent des opportunités d'investissement
- Repose sur un choix des titres par le gestionnaire du portefeuille Est axée sur le choix des titres et le moment des opérations
- Les opérations et le degré de liquidité des peuvent d'augmenter les coûts associés au portefeuille

Celui de la gestion passive à la différence

- Tente d'égaliser la performance d'un indice
- Affirme qu'il est difficile ou impossible de « surpasser le marché »
- Repose sur un choix des titres sur la base d'un indice Est axée sur un secteur ou une classe d'actif en général
- Les opérations sont rares, ce qui a tendance à limiter les frais associés au portefeuille

**Depuis 2008 et la crise majeure de la Finance, le financement de l'économie est dominé par une gestion dites passive représentée par les « big three » BlackRock, Vanguard, and State Street,** que Fichtner, et Al (2017) qualifient ainsi car à eux seuls ils possèdent des participations dans 90% des entreprises du S&P 500, et à peu près dans les mêmes proportions dans les sociétés européennes (p 304). Les travaux de Morin et Rigamonti (2002) font apparaitre les mêmes conclusions pour la France. Entre parenthèse, la polémique lancée à propos de l'influence de BlackRock sur la loi retraite en discussion entre gouvernement français et syndicats, pose aussi la question du pouvoir politique couplé au pouvoir économique de ces géants.

**Ces investisseurs sont donc dits « passifs » car ils ont accepté l'idée que leurs stratégies d'investissement soient généralement limitées à de l'indiciel.** Cette gestion passive implique une certaine forme « d'illiquidité » de l'investissement. En effet dans l'éventualité d'une décision de vente de tous les titres, le volume d'actions détenues par ces fonds imposerait que les transactions se fassent sur une période de temps longue, au risque de provoquer une chute du cours de l'action qui leur serait alors préjudiciable. En retour elle fait d'eux, des investisseurs dits de « moyen à long terme » pour les entreprises. Quand certains arguent que cette forme de gestion offre peu de moyen de pression sur les dirigeants d'entreprise (car cette nature « illiquide » fait qu'ils ne peuvent souvent pas vendre leurs actifs s'ils sont déçus par les performances de l'entreprise) Fichtner, et Al ( 2017) dans une recherche menée récemment démontrent que bien au contraire, ces investisseurs sont en mesure d'influencer la gestion des entreprises d'une manière parfois décisive, et cela même s'ils demeurent pour chacun d'entre eux des actionnaires non majoritaire (5% ou moins des actions de l'entreprise).

**Cette main visible des investisseurs institutionnels (Barbet, 2002) pose la question des pressions qu'ils exercent sur les grandes entreprises cotées, et au profit de qui ces pressions sont exercées ?**

De nombreux travaux et recherches ont été réalisés ces dernières années sur le sujet de plus en plus présent de la détention simultanée par ses investisseurs institutionnels de participations minoritaires dans des entreprises concurrentes, phénomène appelé « horizontal shareholding » (ou « actionnariat commun ») (Fichtner, et al., 2017, Posner et al., 2017, Azar et al., 2017, Greenspon, 2019). Ceci est particulièrement le cas pour certaines industries dont la finance, le transport aérien, l'électronique la grande consommation, la chimie, les banques (Schmalz, 2016, Azar et al., 2016), ou encore l'industrie pharmaceutique. Azar et al., (2017) notent par exemple que BlackRock et Vanguard sont les deux plus importants actionnaires de CVS, Walgreens Boots Alliance, et Rite Aid. Mais ceci ne se limite pas aux Etats Unis, les auteurs reportent que ces investisseurs institutionnels dominent aussi l'industrie chimique allemande, ces derniers détenant plus de 60 % de sa valeur. De même le milieu bancaire européen est touché puisque depuis 2016, BlackRock est le plus gros actionnaire de HSBC, Deutsche Bank, Banco Popolare et Banco Bilbao.

Elhauge (2016) et Greenspon (2019) plus récemment mettent en évidence une corrélation entre l'augmentation de l'actionnariat commun, la concentration de la richesse et sa conséquence, la montée des inégalités sociétales. Greenspon (2019) écrit : « *the increase in common ownerships*

*from 1985 to 2015 coincides with the rise in wealth inequality. These relationships are not too far-fetched. After all, typical market share measures of concentration are associated with increased inequality. U.S. sectors where concentration rose the most experienced the largest declines in the labor share of firms' profits », et ajoute “the probability of two competing firms in the S&P 1500 having a large horizontal shareholder increased from 16 to 90 percent.”*

Car l'un des points fondamentaux mis en évidence par toutes ces recherches, tient au fait que l'acquisition de participations par ses investisseurs institutionnels restent minoritaires, et que de facto « l'actionnariat commun » (dans de nombreux cas) est considéré comme en dehors de la législation qui contrôle les positions dominantes et/ou anti-concurrentielles. A ce propos le fondateur de Vanguard, **Jack Bogle, fin Novembre 2018 interviewé par Wall street journal, parlait d'un problème majeur pour l'économie mondiale, lié au pouvoir des actionnaires et en particulier des « big three »** : *“If historical trends continue, a handful of giant institutional investors will one day hold voting control of virtually every large U.S. corporation. Public policy cannot ignore this growing dominance, and consider its impact on the financial markets, corporate governance, and regulation. These will be major issues in the coming era.”*<sup>40</sup>

D'autres argumentent que l'application des lois anti-trust s'est dangereusement affaiblie depuis les années 1980, citant souvent la domination des géants de la technologie comme preuve de ce qu'ils avancent. Les conclusions de Fichtner et Al (2017) vont dans le meme sens, ils écrivent *“the Big Three have the potential to cause significant change to the political economy of the United States, including through influencing important topics for corporations, such as short-termism versus long-termism, the (in)adequacy of management remuneration, and mergers and acquisitions.”*

**L'essentiel du débat sur la probabilité que les investisseurs institutionnels, et notamment que « les big three » impactent directement l'aspect concurrentiel des marchés économiques, se résume dans leur capacité directe à influencer les comportements des dirigeants des grandes entreprises cotées et aux moyens d'incitations sous-jacents.**

---

<sup>40</sup> “Bogle Sounds a Warning on Index Funds,” Wall Street Journal, November 29, 2018.



En effet ils peuvent ainsi implicitement, et compte tenu de leurs intérêts globalement semblables, être considérés comme un bloc unique par les dirigeants d'une entreprise. Cette approche accroît de facto leur pouvoir d'influence dans l'esprit des dirigeants et peut favoriser des comportements non forcément contraints, mais visant de toute façon, à satisfaire leurs intérêts.

Les dirigeants des grandes entreprises peuvent aussi être incités à agir en faveur de ces actionnaires institutionnels « *par gratitude, pour obtenir un soutien lors des prochaines élections, pour améliorer leurs perspectives d'emploi, car les modalités de la rémunération des dirigeants sont alignées sur les intérêts des actionnaires* » (Elhauge, 2018).

L'influence des investisseurs institutionnels peut être particulièrement importante lorsque la structure de l'actionnariat de l'entreprise est très dispersée (comme cela est le cas aux États-Unis).

Certains travaux de recherches postulent également que la gestion d'une entreprise peut être infléchie par le biais d'incitations de façon à satisfaire les intérêts du fonds de placement au détriment de la concurrence sur le marché. La théorie générale qui sous-tend alors ces travaux repose sur le postulat que les entreprises qui ont des actionnaires en commun sont susceptibles de se livrer à une concurrence moins agressive que si elles avaient des actionnaires complètement différents. Par exemple, dans un cas extrême une entreprise pourrait être incitée à prendre en compte l'impact de ses décisions stratégiques sur la rentabilité de ses concurrents et éventuellement réduire ses bénéfices au profit des bénéficiaires d'un de ses concurrents, dans l'intérêt global des investisseurs qui détiennent des actions dans les deux entreprises.

Azar et al. (2017) ont identifié deux moyens par lesquels ces investisseurs institutionnels sont susceptibles d'exercer une influence directe sur les comportements stratégiques des dirigeants de la grande entreprise cotée : le vote et la prise de parole. Rappelons que dans notre cas précis, nous traitons ici le cas particulier des fonds d'investissements dits « passifs ». Leur prise de participation « indicielle » dans les entreprises les contraint et ne leur permet pas de « sortir » aussi facilement que l'actionnaire individuel, et donc cette méthode ne peut représenter un moyen d'influencer le dirigeant de la grande entreprise cotée. Les auteurs ont identifié une hiérarchisation de ces deux modes d'expression, le vote étant qualifié de « méthode dure » qui ne devra être utilisée qu'en dernier ressort, après que le dialogue informel reposant sur le canal de la prise de parole n'ait pu démontrer les objectifs escomptés.

Dans le cas du vote, il est important de noter est que les investisseurs institutionnels minoritaires n'ont pas besoin d'une majorité absolue pour influencer l'issue d'un vote ; En effet il existe différentes situations qui peuvent leur permettre d'acquérir une position dominante. Par exemple :

- La faible présence lors des assemblées et donc la faible participation lors des votes des actionnaires individuels, (comme les particuliers ou les actionnaires salariés) peut accroître de façon induite l'influence des investisseurs institutionnels.
- Par ailleurs, plus un actionnariat est dispersé, (un flottant important) plus il peut être un facteur déterminant de l'influence que peuvent exercer les investisseurs institutionnels.
- Enfin, si des investisseurs détenant un portefeuille diversifié décident de former une coalition dite « de vote stable » et donc de voter en bloc, l'effet marginal de leurs votes peut ainsi devenir décisif. (C'est ce que l'on peut constater quand les sociétés de conseil comme Proxinvest tentent par leur conseil en vote d'influencer les votes des actionnaires)

L'influence liée à la prise de parole quant à elle, peut se faire par le biais de réunions formelles ou informelles, régulières ou ponctuelles, avec les dirigeants des grandes entreprises dans lesquelles ces derniers détiennent des participations. Pour exemple, la traditionnelle rencontre dite du « Dolder »<sup>41</sup> qui réunit chaque années les patrons des 25 principales entreprises pharmaceutiques mondiales, a vu son édition 2016 qui s'est tenue à Paris, recevoir des invités prestigieux comme BlackRock et Vanguard....

Pour rappel, toute mesure prise par un dirigeant visant à accorder des avantages à un groupe particulier d'actionnaires est considérée comme une violation du devoir de loyauté et d'égalité de traitement des actionnaires (on peut parler ici de délit d'initiés) Dans une telle perspective il est de la responsabilité (pénale) du conseil d'administration de représenter le dernier recours pour empêcher que le dirigeant n'adopte des stratégies servant les intérêts d'un groupe d'actionnaires au détriment d'un autre, et notamment dans ce cas précis, ceux de l'actionnariat commun.

---

<sup>41</sup> Du nom du grand hôtel de Zurich où s'est tenue leur première réunion en 1970.

La prise de parole peut aussi avoir lieu par voie de déclarations publiques dans lesquels les investisseurs institutionnels peuvent suggérer la meilleure ligne d'actions à tenir ou demander un siège au conseil d'administration.

Les études sur ce sujet, dont celle récente de McCahery et al., (2010, 2015) ont démontré qu'entre ces deux moyens à disposition, les fonds de gestion dits « passifs » privilégieront toujours le dialogue.

D'autres approches critiquent l'influence directe que pourrait avoir ces derniers en privilégiant l'idée que ces fonds cherchant à réduire au maximum leurs frais de gestion de leurs portefeuilles, s'en tiennent alors à une approche « normée » qui porte davantage sur des questions générales de gouvernance sur le long terme (la vision et la raison d'être) que sur des considérations tactiques (stratégiques) à court terme, comme pourraient être tentés de faire les fonds spéculatifs ou hedge funds à tendance activiste.

Un actionnariat purement financier (tel que les Hedge funds) aura tendance à s'enfermer dans des stratégies dites « théoriques » sans rapport avec l'aspect opérationnel de l'entreprise et le plus souvent court termiste. Un produit non rentable, au sens financier du terme (calcul de la NPV liée à un investissement en particulier) devra alors être cédé ou arrêté dans la chaîne de production. Mais quid des résultats de ce produit quand il est associé à son utilisation ? Si l'on prend l'exemple de la tablette « Kindle » chez Amazon, ce produit vendu à perte par l'entreprise de e-commerce, rapporte pourtant des millions de \$ grâce aux contenus associés. La chaîne du produit est largement profitable si l'on considère la partie services, et support services.

Certains défenseurs de l'activisme avancent pourtant que les fonds activistes ont un avantage différenciant majeur sur les investisseurs institutionnels « passifs ». Ils concentrent leurs investissements sur un petit nombre d'entreprises dites « cibles » cherchant à influencer directement les stratégies des dirigeants pour que leur investissement de temps et d'argent soit rentables. On dit souvent qu'il s'agit pour ces fonds « de réveiller une « belle endormie » (Albouy et al., 2017) au profit de tous les actionnaires. A titre d'exemple nous pouvons citer le débat en cours depuis fin 2018 avec la prise de participation du fond Elliot dans le groupe Pernod Ricard, justifiée par le fond activiste par « une sous performance, voire d'une mauvaise gestion de la part de l'équipe dirigeante, couplée avec une gouvernance peu démocratique qui laisse peu de marge de manœuvre au conseil d'administration ».

Casino de son côté faisant face à une stratégie « short-sellers »<sup>42</sup>d'un hedge fond activiste très agressive, et dont la spécialité est de parier à la baisse sur des actions. S'est retrouvé fin 2018 avec plus d'un septième du capital du groupe Casino toujours vendu à découvert. Ceci a contraint son dirigeant Naouri, à revoir la stratégie du groupe depuis mais aussi très récemment (Septembre 2019) à s'attacher le support d'un potentiel « chevalier blanc », le fond Vesa Equity investment<sup>43</sup>. Ce nouvel actionnaire est appelé ainsi car il a acheté un nombre significatif des titres (dans ce cas 4,65%) afin de permettre à la direction de conserver une minorité de blocage en cas d'attaque de la part du hedge fund pour renverser ou faire plier l'entreprise sous des exigences court termistes.

De nombreux travaux ont été menés aux États-Unis pour démontrer l'impact des fonds des activistes sur les performances des entreprises cotées. Pour le cas des entreprises cibles en Europe, les travaux de recherche récents menés par Albouy et al. (2017) vont dans le sens de la thèse selon laquelle les hedge funds activistes, par leurs interventions et revendications, contribuent à améliorer les performances opérationnelles et les performances boursières des entreprises prises pour cibles.

Pour autant le cas de Heinz Kraft qui vient d'annoncer, début 2019, 15,4 milliards de dollars de dépréciations d'actifs, une réduction du dividende et une enquête de la Securities and Exchange Commission sur ses comptes, tout en prévenant que son redressement prendrait du temps, est en passe de devenir un cas d'école sur les limites des interventions des actionnaires activistes sur les stratégies des dirigeants des grandes entreprises cotées. Warren Buffet interviewé sur CNBC commente "*Je me suis trompé sur quelques points au sujet de Kraft Heinz.*", il reconnaît s'être trompé sur la valorisation du groupe. C'est aussi et surtout une erreur de gestion mise en place en 2015 par le géant de la grande distribution. Il reconnaît que cette stratégie de « cost killing »<sup>44</sup> imposée par le conseil d'administration aux dirigeants d'Heinz Kraft après la fusion a eu pour conséquences de se focaliser sur les coûts plutôt que sur l'innovation suivant les « méga trends » et la croissance des revenus. Dans le même temps, l'entreprise a ignoré le contexte dans lequel cette politique de « cost killing » était appliquée. "*La capacité à fixer les prix a changé et c'est énorme*" commente-t-il alors qu'une pression très forte émane de la concurrence des distributeurs comme Amazon, Wal-Mart et Costco Wholesale, qui eux ont pris soin d'investir dans la transformation digitale, et les changements de mode de consommation

---

42 Ces vendeurs à découvert empochent une plus-value en vendant des titres qu'ils ont empruntés dans les marchés et qu'ils rachètent ensuite à un prix inférieur si le cours baisse.

43 Le milliardaire tchèque, Daniel Kretinsky, est le copropriétaire du fond avec Patrik Tkac.

44 Zero based budgeting

des clients vers une nourriture plus saine et équilibrée. Deux piliers majeurs de la grande distribution aujourd'hui, qui se marient mal avec une politique de réduction de coûts drastique. Or pendant ce temps Heinz Kraft était attelé à générer de la valeur pour les actionnaires.

**Enfin nous pourrions résumer par les mots de D. Michel (2001) : « *On a les actionnaires que l'on mérite.* »**

Alors que les entreprises sont en pleine tourmente recevant de pleins fouets les effets de la crise financière de 2008, Paul Polman nommé CEO d'Unilever en 2009, se présente devant les actionnaires et analystes pour leur annoncer que le groupe est concentré sur une vision à moyen et long terme et donc qu'à l'avenir le groupe ne fournira plus de rapports financiers trimestriels ni de prévisions de bénéfices, qui selon lui, se réduisent à un horizon trop court terme. Il argumente *"we need to shift in people mindsets"*. Et à l'intention de ceux qui s'offusqueraient et crieraient au retour en arrière du pouvoir discrétionnaire des dirigeants et du manque de transparence, il ajoute *« I don't have any space for many of these people that really, in the short term, try to basically speculate and make a lot of money, »* confirmant ainsi que certains actionnaires (les activistes et les vendeurs à découvert, surtout) ne sont pas les bienvenus chez Unilever.

En 2015, dans une interview au journal Forbes, revenant sur cet épisode, il plaisantera en disant *“What I did I don't call it courage. I just call it leadership. Plus, I figured I couldn't be fired on my first day”* et plus sérieusement ajoutera *“It's very easy to show more profits, if that's what you want, by cutting investments in training and development of your people or your IT systems. And you can do that for a few years but in the long term, you erode your company. So what I said when I came here is I need to create this environment for the company to make the right longer-term decisions. So we stopped giving guidance. We stopped doing quarterly reporting. We changed the compensation for the long term ».*

## **Conclusion :**

De nombreux travaux de recherche ont démontré dans le temps, **au prétexte d'un rééquilibrage démocratique du pouvoir, la montée des investisseurs institutionnels** au capital des grandes entreprises cotées et l'influence directe de ces derniers sur les gouvernances, **ont finalement favorisé** une certaine forme de « démagogie spéculative » (Gomez, 2001) et **le déséquilibre presque exclusif vers une gestion par la maximisation de la VA.**

**D'aucun argueront que la spéculation financière favorise l'efficacité et la performance de la grande entreprise cotée, avec pour résultat la création de valeur qui finira par ruisseler sur la Société sous différentes formes** (emplois, dividendes, investissements etc...).

**Pour autant les limites de la spéculation financière sont nombreuses.** Par exemple :

- La Finance favorise presque exclusivement des investissements créateurs de valeur actionnariale mais pas forcément à forte valeur ajoutée sociale (ou sociétale). Ceci a pour conséquence par exemple les alertes répétées et les grèves du corps médical dans les hôpitaux qui ne cessent de répéter que l'humain atteint physiquement et qui souffre ne peut pas être envisagé comme un « client » et l'institution de santé comme un centre de profit ;
- Le problème ne réside pas tant non plus dans un débat sur la création de la valeur. Celui-ci est dépassé et le concept est entendu dans le principe de la pérennité de l'entreprise dans le temps. Le débat réside plutôt dans le partage de valeur entre les acteurs contribuant ou étant impactés par sa création.

**Et tout le débat se concentre maintenant dans la possibilité de réconcilier la latitude décisionnelle et l'efficacité économique de la grande entreprise cotée.** Gomez nous rappelle qu'il existe bien deux dimensions distinctes du pouvoir dans la grande entreprise cotée : la gouvernance et le management. Et c'est probablement dans cet exercice de démocratisation de l'entreprise que l'on trouve l'origine de la montée de l'idéologie actionnariale.

Or « *La démocratisation suppose donc un apprentissage de la conversion des opinions personnelles en représentation des intérêts collectifs* » (Gomez, 2001) nous allons voir dans la partie qui suit que la théorie des parties prenantes et son corollaire la création et le partage de la valeur partenariale (maintenant VP), sont apparus comme justification de cette transcendance des intérêts individuels et en réponse à la prédominance d'un acteur unique de l'entreprise « l'actionnaire ». Nous allons voir aussi que la diversité des points de vue (des différents acteurs

interagissant avec l'entreprise) a favorisé une certaine complexité du pilotage et du contrôle de la grande entreprise cotée et de son dirigeant, faisant jusque-là les affaires du dirigeant qui se cache derrière l'actionnaire « forme invisible d'un pouvoir simplifié et pragmatique » pour justifier la création et la maximisation exclusive de la VA.

### 1.2.2. La difficile existence de la valeur partenariale.

« *Value allow for more transparent and accurate tradeoffs, since any stakeholder claim can be valued* » Copeland (1994)

Nous ne pouvons pas aborder le changement de paradigme de la valeur sans appréhender l'apparition du concept de la valeur partenariale (traduction de la « Stakeholder » value et maintenant VP) et pourquoi cette dernière n'a pas réussi jusqu'à présent à constituer une alternative à la VA, ou comme cela était l'ambition affichée à l'origine, de se substituer à celle-ci.

**La VP que l'on entendra ici comme « la rente globale créée par l'entreprise en relation avec ses différentes parties prenantes » (Charreaux et Desbrières ,1998), repose sur une vision pluraliste des acteurs de l'entreprise.**

En effet même si le financement de l'investissement est un des ingrédients majeurs de l'équation de la création de la valeur, l'entreprise contracte et interagit avec un nombre acteurs bien plus importants que ses seuls investisseurs (actionnaires). A ce titre, elle se doit de porter une attention toute particulière aux intérêts, préoccupations, et attentes de ses parties prenantes, ces « *différents individus ou groupes qui affectent ou sont affectés par son activité économique* » (Freeman, 1984), notamment ses clients, ses employés, ses actionnaires, ses fournisseurs, ses associations et groupes de consommateurs, la communauté locale, les pouvoirs publics etc.... Et c'est tout l'enjeu du concept partenarial de la valeur qui nous allons le voir dans ce chapitre, et l'un des postulats de la Stakeholder Theory (la théorie des parties prenantes) développée au milieu des années 1980 par Freeman (1984).

En réponse à la prédominance de la création de valeur pour l'actionnaire, la Stakeholder Theory considère que ces acteurs sont au centre du processus de la création de valeur par l'entreprise (Freeman, 2004, cité par Mullenbach 2007). **Les parties prenantes ont donc un pouvoir sur la performance de l'entreprise et au travers de cette légitimité doivent être considérées dans l'équation du partage de la création de valeur**, ce que Freeman (1994) résume dans « *Who and what really matters ?* ».

Autrement dit, le concept de la VP attaché à la Stakeholder Theory (Théorie des parties prenantes, maintenant TPP) semble important à mobiliser à ce moment de notre revue de la littérature, car il permet d'élargir la représentation du rôle et des responsabilités des dirigeants d'entreprise cotée à tous les acteurs qui contribuent de près ou de loin à la création de la valeur et d'envisager une possible réconciliation des valeurs actionnariale et partenariale, comme un élément stratégique d'un changement Sociétal.

Comme nous l'avons abordé dans l'introduction de cette première partie, proposer avec la VP une alternative à la prédominance de la VA, suppose que les acteurs utilisant ce référentiel soient convaincus que leurs intérêts seront préservés dans ce changement. S'il semble évident que la Société y trouverait un intérêt tout particulier qui l'aiderait à sortir de l'équation financiarisée du double encastrement qu'elle subit, il n'est pas dit que la Finance le percevrait de la même manière, les dogmes et idéologies ayant la vie dure. Nous allons tout d'abord, d'aborder les racines du concept des parties prenantes, identifier les différentes dimensions et typologies de parties prenantes qui peuvent en réclamer le partage. Nous montrerons aussi comment ces travaux qui nous dévoile un périmètre théorique multidimensionnel, faisant de ces dernières des catégories aux préférences homogènes, non connectées entre elles (Mercier, 2010), finalement des groupes de « *figures sans visage* » (Moriceau, 2006), et dont la théorie qui les porte démontre des limites conceptuelles et opérationnelles importantes (notamment la mesure de la valeur ajoutée par les parties prenantes), ont finalement tempéré considérablement l'ambition de la TPP. Car si aujourd'hui toutes les entreprises ont bien intégré l'importance des parties prenantes dans leur schéma stratégique de la création de la valeur en affichant partout leur engagement vis-à-vis de celles-ci, elles n'en ont pas pour autant été jusqu'à reconnaître au paradigme de représenter une théorie alternative à l'idéologie de la création de valeur pour l'actionnaire, en reconnaissant d'emblée, l'importance du partage de la création valeur.



1.2.2.1. Un concept élargi de la responsabilité du dirigeant mais un concept ambigu, au périmètre multidimensionnel, conflictuel, et difficile à hiérarchiser.

Les racines conceptuelles et théoriques que nous allons aborder nous permettent de rendre compte de la reconnaissance progressive de la valeur partenariale au travers de la TPP (Gond et Mercier 2003, Mullenbach 2007, Vatteville, 2008) sans pour autant lui octroyer toute la légitimité d'une théorie équilibrant le partage de la création de valeur entre les différents acteurs impactés ou impactant de l'entreprise. Pourquoi cela ?

1.2.2.1.1. Origine et définition des parties prenantes dans la théorie : un difficile consensus académique

Le néologisme « Stakeholder » littéralement « *those who hold a stake in the game* » fait référence à ceux qui ont un intérêt, un enjeu (stake), ou même un risque<sup>45</sup>, dans l'entreprise et envers qui, en retour, cette dernière a une responsabilité (Mercier, 2001, Mullenbach, 2007). **Le terme est apparu dans la littérature en 1963, conférant aux parties prenantes un caractère central et indispensable, au pouvoir important pour la pérennité et la survie de l'entreprise.** Les parties prenantes sont alors décrites comme « *those group without whose support the organisation would cease to exist* » (Stanford memo, cité par Freeman, 1984) .

Pour autant plus tôt dans la littérature académique, nous trouvons les prémises d'un concept de la responsabilité de l'entreprise et de son dirigeant vis-à-vis de ceux qui peuvent être affectés par les décisions prises dans l'entreprise.

Dès 1918 Follett dans ses travaux introduit l'idée que l'entreprise est faite de « l'interpénétration de systèmes sociaux » formés individus et que le dirigeant ne peut ignorer dans son processus de décision stratégique (Schilling, 2000). Elle fait ce constat de la condition

---

<sup>45</sup> Hill et Jones 1992, Clarkson 1995 pour qui « le risque » se substitue à « l'intérêt ».

fondamentale à la prospérité des entreprises et suggère l'idée d'instituer un management démocratique participatif entre les différents acteurs de l'entreprise pour gérer les parties prenantes.

En 1929, Owen Young<sup>46</sup>, dans un discours identifie ses responsabilités envers trois groupes de personnes : les actionnaires, les salariés, les clients et le public en général. Il introduit par ailleurs les principes de représentation des différents intérêts « trusteeship » (mandat fiduciaire) et de “fairness” (équité et justice) dans le traitement des attentes de chacun de ces acteurs de l'entreprise, il écrit : “ *To whom do I owe my obligations ? My conception of it is this: that there are **three groups of people who have an interest in that institution**. One is the group of fifty odd thousand people who have put their capital in the company namely, its shareholders. Another is the employee. The third group is the customers and the general public. [...] I think what is right in the business is influenced very largely by the growing sense of trusteeship which I have described. One no longer feels the obligation to take from labor for the benefit of capital, nor to take from the public for the benefit of both, but rather to administer wisely and fairly in the interest of all.* ” (cité par Mitchell, 2009) Holmes (1976), entre autres, reprendra cette idée fondamentale de la responsabilité du dirigeant vis-à-vis « *de l'équilibrage des revendications et de droits des nombreux groupes hétérogènes* »

Berle et Means (1932) de leur côté, écrivent « *the 'control' of the great corporation should develop into a purely neutral technocracy, balancing a variety of claims by various groups in the community and assigning to each a portion of the income stream on the basis of public policy rather than private cupidity* ».

Ils conviennent que la pression sociale à laquelle sont confrontés les dirigeants, a une importance cruciale d'ordre stratégique qui dépasse largement les simples enjeux économiques de l'entreprise. Ces derniers suggèrent d'ailleurs que la gouvernance qui soit mise en place dans l'entreprise, couvre l'enjeu lié à l'équilibre des attentes des différents groupes qui interagissent avec elle.

---

<sup>46</sup> Patron de GE,

Ansoff (1968, cité par Mercier 2001) reprenant à son compte l'idée d'un partage équitable de la valeur, sera le premier à parler d'une « théorie » des parties prenantes. En insistant sur le fait que l'entreprise doit ajuster ses objectifs pour concilier les intérêts contradictoires des groupes en relation avec elle, il introduit deux notions importantes, celle qui veut que le profit ne soit pas forcément l'objectif premier de l'entreprise et le caractère contraignant des parties prenantes qu'il convient pour le dirigeant, de gérer.

**Nous voyons bien qu'historiquement le concept se construit bien avant la naissance du champ de la recherche académique daté de Freeman (1977,1984), et surtout dans une opposition marquée à la prédominance d'une partie prenante unique : les actionnaires.**

Ces travaux ainsi que les mouvements sociaux et des remises en question sociétales des années 1960-1980 (anti-guerre, consumériste, conditions de travail, écologie) (Mullenbach, 2007), vont alors servir de fondations au débat engagé à la fin des années 1970 sur le renouvellement des théories de la firme.

L'entreprise vit alors une crise de légitimité, elle est prise à partie, elle doit répondre à une pression sociale croissante qui lui impose de rechercher l'origine de sa perte de marche de manœuvre et de la réguler. Finalement à bien y regarder quarante ans après la crise de légitimité des entreprises, ce retour sur l'environnement et l'appel à « consommer moins » ou consommer responsable, que nous traversons ressemble en beaucoup de point aux années 1970-1980. On ne peut qu'acquiescer à l'idée que l'histoire nous enseigne que si nous ne faisons rien, elle tend à se répéter.

Depuis 1977 Freeman consacre ses travaux à la relation de l'entreprise avec ces groupes de pouvoir qui peuvent l'affecter. Il situe son concept de Stakeholder à l'intersection de plusieurs disciplines et théories ; Celle de la planification stratégique d'Ansoff (1965), la théorie des systèmes de Russel (1970), la théorie de la dépendance aux ressources de Pfeffer et Salancik (1978), et enfin celle de la transformation de la Corporate social responsibility (RSE). L'entreprise dans cette période adopte une posture défensive et avec elle, la littérature académique en fait de même. Pour ex le modèle développé par Michael Porter (1979) des 5

forces s'exerçant sur la stratégie de l'entreprise (pouvoir des clients, pouvoir des fournisseurs, de la compétition, des nouveaux entrants, des produits de substitution)

Les travaux de Freeman s'inscrivent donc dans une approche stratégique du management de l'entreprise. Ils **permettent de remettre en question le bienfondé de la création de valeur au profit exclusif de l'actionnaire, en introduisant la notion d'externalités et des relations de l'entreprise et du dirigeant avec son environnement** (Martinet, 2006) et en donnant un sens contextuel au concept vis-à-vis de la stratégie d'entreprise. Freeman (1984) écrit à ce propos « *A business is a place where interests of stakeholders meet – interests of those, who are involved in or affected by the business operations. The business is then supposed to create value not only for shareholders but should be responsible for all stakeholders* ». Il s'agit de profiter d'élargir le cadre proposé par les outils stratégiques existants comme le Porter 5 forces, qui pourraient avoir omis de prendre en compte des parties prenantes impactantes. De ces travaux résolument pratiques, en résultera une définition très large des parties prenantes, celle d'« *any group or individual who can affect or is affected by the achievement of the organization's objectives* ».

**Cette vision très large pose rapidement un problème lié aux revendications éventuelles du partage de la valeur en regard de l'impact exercé ou subi vis-à-vis de l'entreprise.**

En effet, dans ce principe, chaque partie prenante pourrait alors revendiquer une part de la création de valeur par l'entreprise (Mercier, 2010). En réponse à cette remarque légitime, une définition plus étroite des parties prenantes est alors proposée à partir des années 1990<sup>47</sup>, les chercheurs tentant alors de classer les parties prenantes de l'entreprise, par typologies. Nous pouvons citer à titre d'exemple les travaux de Martinet (1984) qui distingue les parties prenantes internes, externes et ubiquistes, Carroll (1989) les primaires et secondaires, Savage et al. (1991) les menaçantes versus les coopérantes, Goodpaster (1991) pour qui les intérêts des parties

---

<sup>47</sup> Hill et Jones (1992) identifient les parties prenantes comme les acteurs ayant un droit légitime sur l'entreprise : Clarkson (1995) quant à lui introduit la notion du risque volontaire ou involontaire porté par les parties prenantes, avec la notion de « risk bearers ». Les travaux de Donaldson et Preston (1995) ont apporté le caractère d'intérêt légitime des parties prenantes dans l'organisation. Ceux de Carroll et Nāsi (1997) introduisent une définition qui cette fois-ci oppose les parties prenantes internes (employés, dirigeants, propriétaires) aux parties prenantes externes (gouvernements, sociétés, média, consommateurs, concurrents ...) Pour S. Mercier (2001), les parties prenantes sont « l'ensemble des agents pour lesquels le développement et la bonne santé de l'entreprise constituent des enjeux importants ». Cette liste n'est pas exhaustive mais permet de considérer les avancées sur le plan des définitions.

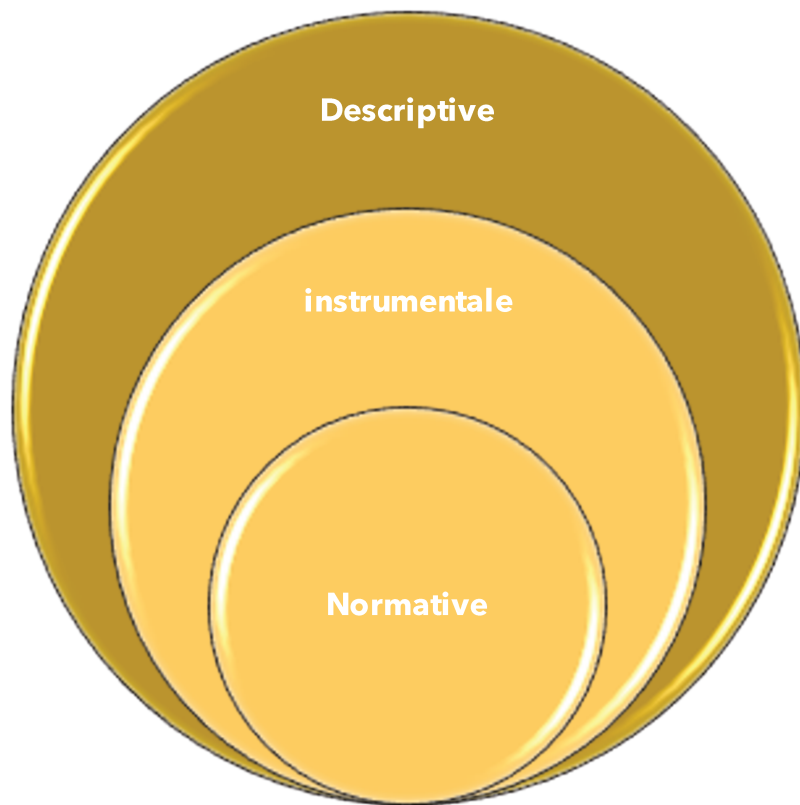
prenantes doivent être envisagés dans une interprétation (exclusive) stratégique ou éthique. Hill et Jones (1992), Clarkson (1995), les parties prenantes volontaires et involontaires, Philipps (2003) les normatives ou dérivatives, ou encore Pesqueux (2002) qui distinguent les parties prenantes

- contractuelles, qui concernent les acteurs en relation directe et déterminée contractuellement avec l'entreprise tels que les clients, les fournisseurs, le personnel et les actionnaires.

- diffuses, qui concernent les acteurs situés autour de l'entreprise qui peuvent affecter ou être affectés par l'entreprise sans pour autant se trouver en lien contractuel, tels que les autorités publiques, les collectivités locales, les associations et ONG et l'opinion publique.

#### 1.2.2.1.2. Les dimensions des parties prenantes et la mesure de la valeur partenariale

Après ceux de Freeman, les travaux référents pour légitimer la théorie des parties prenantes, sont ceux de Donaldson et Preston (1995). Ces derniers vont s'attacher à produire un travail de synthèse afin de répondre à la question du pourquoi il est fondamental pour l'entreprise et son dirigeant d'élargir la prise en compte les intérêts et attentes des parties prenantes autres que les simples actionnaires et l'impact positif que celles-ci peuvent avoir sur la création de la valeur. Pour se faire, les auteurs identifient trois dimensions majeures de la TPP ; descriptive, instrumentale et normative (Gond et Mercier 2003, Mullenbach 2007, Acquier 2010).



*Source : d'après Donaldson et Preston (1995)*

**La dimension descriptive** consiste à décrire les relations et comportements des parties prenantes, comme une « constellation d'intérêts coopératifs et concurrents » (Gond et Mercier, 2003), elle permet de décrire les comportements et relations de l'entreprise ;

Cette approche envisage l'entreprise comme un socle commun permettant de coordonner les relations des parties prenantes sans pour autant oublier la dimension fiduciaire qui les lie dans la création de valeur pour l'entreprise. En ce sens, cette dimension de la Théorie des parties prenantes fournira un débouché privilégié à la RSE (Mercier 2001, Mullenbach 2007).

**Dans la littérature académique ce sont probablement les travaux de Mitchell, Agle et Wood (1997) sur l'approche par les attributs (« The salience model »), qui restent la référence en termes d'outil descriptif pour la reconnaissance du pouvoir et de la légitimité des parties prenantes.** Avec cette typologie, les chercheurs ont identifié sept<sup>48</sup> types de parties prenantes en fonction de leur caractère « prioritaire » (saillance<sup>49</sup>) pour l'entreprise. Ce caractère est constitué par la combinaison d'attributs (les chercheurs en ont identifié trois) dont les parties prenantes peuvent être dotées ou non. L'attribut du pouvoir d'influence sur les décisions de l'entreprise, est inspiré de la définition de Dahl (1957). Le second attribut, inspiré des travaux de Suchman (1995)<sup>50</sup> est relatif au degré de légitimité dans la relation des parties prenantes à l'entreprise. Et enfin le dernier attribut est celui de l'immédiateté de leurs demandes dans le temps (ce que les auteurs appellent le degré d'urgence)<sup>51</sup>. Ces attributs sont des construits sociaux qui ne sont pas forcément conscientisés par les parties prenantes de l'entreprise. Pour autant en fonction des combinaisons possibles pour chaque partie prenante (le minimum étant 0 et le maximum étant 3), cette typologie représente un moyen pour le dirigeant de percevoir l'influence de ses parties prenantes et de les prioriser.

A partir des attributs du pouvoir, de la légitimité et de l'urgence, les auteurs ont catégorisé :

- Les parties prenantes « latentes » (Mitchell et Al., utilisent en anglais « latent stakeholders »), celles ne possédant qu'un attribut. Elles peuvent se décliner entre parties prenantes « dormantes » (attribut du pouvoir, traduction de « dormant »), « discrétionnaires » (attribut de la légitimité, traduction de « discretionary »), ou « accaparantes » (attribut de l'urgence, traduction de « demanding »).
- Les parties prenantes « en attente » (Mitchell et Al. « Expectant ») possédant deux attributs, qui peuvent être « dominantes » (combinant les attributs du pouvoir et de la légitimité), « dépendantes » (combinant la légitimité et l'urgence), ou « dangereuses » (combinant le pouvoir et l'urgence).

---

<sup>48</sup> Sept Ou huit si l'on considère les non parties prenantes

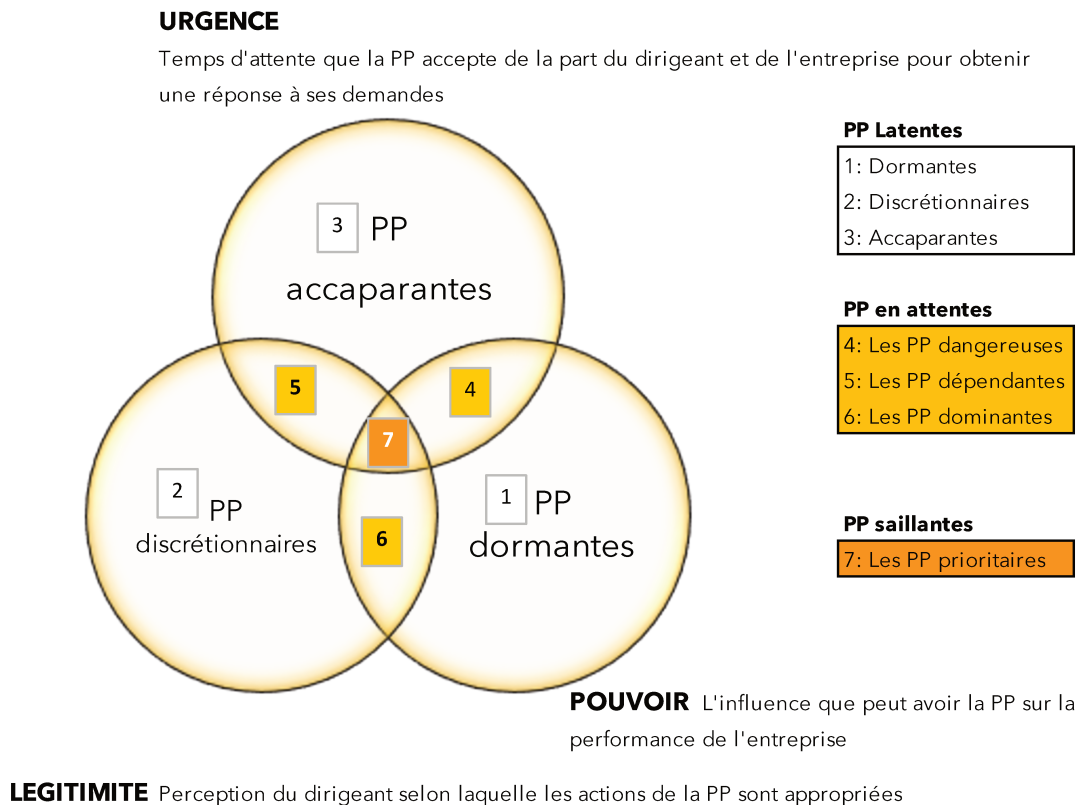
<sup>49</sup> Le dictionnaire Universalis définit la saillance comme un néologisme construit à partir des formes "saillir, saillant", fait de dépasser le plan d'alignement, d'apparaître nettement par contraste

<sup>50</sup> « Une perception générale que les actions d'une entité sont désirables, convenables ou appropriés dans un ensemble socialement construit de normes, valeurs, croyances et définitions ».

<sup>51</sup> Inspiré par les travaux de Eyestone (1978) et Hill et Jones (1992)

- Et les parties prenantes « saillantes » ou « prioritaires », (pour Mitchell et Al., les « definitive stakeholders ») auxquels les dirigeants reconnaissent la combinaison des trois attributs.

Cette typologie peut s'illustrer comme suit :



Source : d'après la typologie des parties prenantes de Mitchell et Al. (1997)

Cette typologie descriptive permet ainsi d'orienter les priorités du dirigeant vers les parties prenantes saillantes, celles possédant le plus grand nombre d'attributs, ou présentant une combinaison d'attributs nécessitant une attention particulière. En cela, ce modèle développé par Mitchell et Al (1997) se veut un outil précieux d'aide à la décision pour le dirigeant.

Pour autant, cette dernière souffre de certaines limites, dont la première d'entre elle se trouve être l'absence de considération des relations et des connexions entre les différentes parties prenantes et de l'influence que l'une peut avoir sur l'autre (Mercier 2010). Même s'ils évoquent



l'existence de ces relations, les chercheurs restent descriptifs et ne vont pas jusqu'à analyser cet impact. L'aspect quelque peu statique de leur approche trouve sa limite quand dans la réalité le dirigeant peut se trouver devant une partie prenante qui pourra s'avérer, tour à tour, « partisane » ou « hostile » aux activités de l'entreprise. Ils n'ont pas développé d'outil permettant au dirigeant d'envisager de façon « ex-ante » le processus de construction sociale et cognitive de la saillance d'une ou plusieurs parties prenantes (Gond et Mercier, 2003). De son côté, Cazal (2011) (cité par Bouglet et Joffre (2015)) associe ce manque de dynamique du modèle, au fait que la théorie « *obnubilée par l'entreprise et sa centralité, ne conçoit que des relations dyadiques directes entre l'entreprise et les parties prenantes considérées une par une : aucune forme de collusion, d'alliance entre ces dernières n'est jamais considérée* ».

Par ailleurs, même si l'on était tenté d'associer les attributs d'une coalition de parties prenantes pour en faire un regroupement d'influence (l'idée d'une saillance globale) envers l'entreprise et son dirigeant, le modèle souffrirait de toute façon de limites supplémentaires.

- Tout d'abord, les attributs de légitimité et d'urgence présentent certaines ambiguïtés. Plusieurs auteurs ont soulevé le problème lié à la confusion entre individus et groupes de parties prenantes. Ceci met en exergue le caractère ubiquiste (Martinet et Reynaud, 2001s ; Mercier 2001,2010) de l'individu pouvant faire de lui et en même temps un employé, un activiste (le cas des employés de Shell qui ont imposé qu'entreprise se retire des champs pétrolifères en Arctique), un client, un fournisseur, un actionnaire, un membre de la communauté locale. Cette nature particulière des parties prenantes peut avoir un impact sur un ou plusieurs des attributs définis par les auteurs. Ceci rejoint une autre critique qui veut que les préférences et attentes des parties prenantes ne sont pas homogènes. « Ainsi deux attentes d'une même partie prenante peuvent être plus ou moins légitimes et plus ou moins urgentes » (Bouglet et Joffre, 2015). Aussi si l'on revient à l'idée de pouvoir interpréter une coalition de parties prenantes, nous venons de le constater, le regroupement des attributs ne permet pas de juger de l'intensité de la saillance de la coalition sur l'entreprise et son dirigeant.

- Ensuite, il semble que l'attribut de pouvoir soit difficilement opérationnel dans les faits. En effet, si les auteurs s'attachent à décrire de façon relativement subjective mais détaillée, comment mesurer les attributs de légitimité et d'urgence, ils n'indiquent pas comment mesurer le pouvoir d'une partie prenante, ni ce qui lui confère du pouvoir dans ses relations avec l'entreprise et son dirigeant.

De ces limites découle celle des objectifs contradictoires et des hiérarchisations parfois délicates à organiser entre les parties prenantes.

**La dimension instrumentale (ou stratégique)** est caractérisée quant à elle, par l'idée que d'autres parties prenantes que les simples actionnaires peuvent avoir une influence sur la performance (et donc sur la création de valeur) de l'entreprise, et donc qu'il en va de l'intérêt du dirigeant de les considérer dans ses stratégies singulières. Néanmoins si la TPP **suppose que l'entreprise reconnaît ses obligations envers toutes ses parties prenantes, elle n'en fournit pas pour autant comment effectuer la mesure de ces intérêts.** C'est une des conclusions de Jensen (2002). Ce dernier reconnaissant l'importance du concept de partie prenante, ajoute que cette théorie ne sera d'aucune utilité pratique, si elle ne permet pas au dirigeant d'entreprise d'établir une cartographie des priorités dans la pluralité d'objectifs parfois contradictoires, et surtout comme cela est le cas pour la VA qu'elle ne fournit pas de valeur partenariale unique à maximiser.

Autrement dit cela revient à poser la question de comment hiérarchiser les priorités des parties prenantes en fonction d'un impact sur la création de valeur. Il s'entend que dans la réalité, les attentes et intérêts des différentes parties prenantes sont potentiellement antagonistes et qu'il est pratiquement impossible pour le dirigeant d'entreprise d'établir un « équilibre des forces » qui satisfasse toutes les parties représentées en même temps. Il en résulte la nécessité d'une concertation avec les parties prenantes saillantes afin d'établir les éléments d'une convergence d'intérêts.

En ce sens une dimension instrumentale de la TPP apporte au dirigeant les moyens de comprendre son environnement élargi (menace ou bénéfique) et d'associer un comportement en réponse, pour maintenir la meilleure performance.

**Il semble que la mesure de la VP soit une condition sine qua non de sa reconnaissance par la Finance, qui a besoin de juger de la valeur créée par l'entreprise en la comparant, dans le temps, avec ses compétiteurs.**

En ce sens l'approche instrumentale qui s'appuie sur les travaux de Jones (1995), trouve la justification de son existence dans sa capacité à répondre à cette question de la mesure de la contribution des parties prenantes à la création de valeur par l'entreprise.

Elle pourrait ainsi permettre de sortir de la problématique créée par la dimension descriptive de la TPP, celle de la classification et de la hiérarchisation des parties prenantes et offrir au dirigeant de l'entreprise cotée un cadre institutionnalisé pour un partage légitime et équitable de la création de valeur, objectif principal de la Théorie des parties prenantes.

Les travaux empiriques recensés sur ce sujet proposent deux types de mesure de la création de valeur par les parties prenantes, l'une qui se fonde sur l'aspect qualitatif des relations entre parties prenantes et l'autre plutôt quantitative qui cherche à mesurer la valeur partenariale créée par chaque contribution.

**Cependant, si la contribution des parties prenantes semble évidente elle n'en reste pas moins difficile à démontrer de façon tangible et chiffrée, les travaux empiriques s'attachant souvent à contourner le problème dans une démonstration indirecte par la responsabilité sociétale des entreprises.** (Yahchouchi, 2007) Par exemple, l'engagement et la motivation des employés est un gage :

- De qualité dans l'entreprise ce qui permet de faire des économies substantielles sur les assurances et garanties pour malfaçon, ou défaut de fabrication, échanges de matériels, et sur l'image de marque,
- De source d'économie de l'assurance maladie.

L'une des premières tentatives qualitatives pour mesurer la contribution des parties prenantes dans la création de la valeur par l'entreprise, se trouve dans les travaux de Tiras et Al. (1998). En essayant de corrélérer la contribution des clients, des employés, de la communauté et de l'environnement sur le cours boursier des entreprises et la génération d'un bénéfice anormal, ces derniers ont tenté de démontrer (mis à part pour la communauté où les résultats semblent

trop dispersés) que la qualité des relations que l'entreprise entretient avec ses parties prenantes, a un effet direct sur la performance associée.

La nature des relations est donc un des éléments clefs de la valorisation positive de l'entreprise. Jones (2001) ou Post, Preston et Sachs (2002) reprendront cette idée à leur compte mais en considérant, cette fois-ci, la relation avec la création de valeur par les actifs intangibles et le goodwill.

Sur le constat que le développement d'instruments financiers de mesure de la création de valeur par l'entreprise avait permis d'ériger la VA en nouveau référentiel normatif et universel du dirigeant d'entreprise cotée. (Gomez, 2009), les chercheurs comme Charreaux et Desbrières (1998) se sont donc concentré sur une démonstration d'une alternative scientifique et chiffrable avec les concepts de valeur partenariale.

Charreaux (2007) s'inspirant du concept du jeu coopératif et la distribution équitable des gains entre les joueurs<sup>52</sup>, a tenté une nouvelle fois de modéliser la mesure de la valeur créée par les parties prenantes de l'entreprise.

Point majeur, l'auteur envisage l'abandon de l'hypothèse traditionnelle qui fait de l'entreprise un nœud de contrats dont les créanciers résiduels sont les seuls actionnaires, « *hors l'abandon de cette hypothèse, on ne peut comprendre l'intérêt qu'ont les autres acteurs à participer au jeu coopératif* » (Charreaux, 2007).

Il considère que la mesure de la valeur créée par un secteur d'activité en particulier est égale à la différence entre

- Le prix d'opportunité pour le client
- Et coûts d'opportunité, correspondant à la valeur consommée dans la transaction avec le fournisseur.

Cette VP par opposition à la VA se veut inclusive de tous les partenaires de la chaîne de valeur qui contribue à générer cette valeur globale. « *Value is created by a chain of players as a whole* » (Brandenburger et Stuart 1996, cite par Charreaux 2007).

---

<sup>52</sup> A l'instar des travaux de Brandenburger et Stuart (1996), et de ceux de Charreaux et Desbrières (1998),

En affinant la granularité au niveau de l'entreprise, elle correspond à la VP « ajoutée », (Figue et Schaltegger (2002)), c'est-à-dire en considérant la position de l'entreprise vis-à-vis de sa concurrence. Elle sera alors équivalente à la VP d'un secteur d'activité diminuée de la création de VP par tous les autres acteurs du secteur (Charreaux 2007). Ainsi la VP créée par une entreprise correspond « à la rente organisationnelle globale produite par la firme sur l'ensemble de la chaîne de valeur (au sens de Porter) constituée par les différents partenaires (clients, apporteurs de capitaux financiers, dirigeants, salariés, fournisseurs de biens et services...) ».

**La définition de cette valeur amène ensuite à la question la plus importante finalement, celle de son partage équitable entre les partenaires de l'entreprise intervenant dans la chaîne de valeur.** Charreaux reprend la notion « slack managérial » introduite par Charreaux et Desbrières (1998). Le slack représente « *Le résidu non affecté, c'est-à-dire l'excédent représentant la latitude dont dispose le dirigeant dans ses négociations avec les différents stakeholders ; ce slack, non partagé entre les différents SH, est réinvesti (notamment sous la forme d'investissements de remplacement) ou conservé sous forme de liquidités* » permet alors au dirigeant de conserver une certaine marge de manœuvre dans ses décisions et notamment dans celle d'arbitrer entre les intérêts et les attentes des différentes parties prenantes de l'entreprise.

Charreaux (2007) convient qu'il existe des limites posées par cette méthode de calcul. Elle réside au préalable dans un apriori éthique de la conduite de affaires car :

- Il existe, de fait, une asymétrie d'information entre l'entreprise (son dirigeant) ses analystes externes qui peut rapidement tourner à l'avantage du dirigeant.
- Même si les auteurs tentent de l'atténuer en faisant l'hypothèse d'intérêts commun entre le dirigeant et l'entreprise, dans la réalité celui-ci peut adopter un comportement opportuniste afin de maximiser sa marge de manœuvre (et son pouvoir exécutif).

Par ailleurs, l'une des difficultés opérationnelles majeures est posée par l'obligation faire d'identifier des prix et des coûts d'opportunité pour toutes les parties prenantes intervenant dans le processus de la création de valeur par l'entreprise, ce qui peut se révéler fastidieux et surtout coûteux. Sa mise en œuvre est plus complexe encore si on la compare avec les outils de la

comptabilité et de la finance à disposition de la VA (outils que nous verrons dans le prochain chapitre).

**Reste enfin le problème fondamental de la prise en compte des ressources environnementales et des parties prenantes non directement impliquées dans le processus de la création de valeur mais qui pour autant sont affectés par l'entreprise.** Une des préoccupations sociétales de notre temps et qui démontre la limite de la prise en compte des externalités de l'entreprise.

Malgré ces limites, une telle méthode de mesure de la VP a eu le mérite

- D'un point de vue général, de permettre de s'interroger « *sur l'origine du pouvoir de négociation de la firme par rapport à ses partenaires en fonction de la structure du secteur et des avantages concurrentiels des différentes firmes concurrentes* » (Charreaux, 2007)
- En considérant que les apporteurs de ressources ne sont pas seulement les investisseurs, mais aussi les employés et les fournisseurs, cette méthode a permis de relativiser le rôle de ces mêmes investisseurs dans l'équation de la création de valeur. Leur rôle n'est pas d'extraire au plus vite de la valeur de l'entreprise mais plutôt de lui procurer une certaine flexibilité en acceptant une balance entre dividendes et slack managérial.
- Enfin de permettre la compréhension des interactions entre les différentes parties prenantes intervenant dans le processus de la création de valeur et donc implicitement, de permettre au dirigeant d'envisager le partage de cette valeur en fonction de la participation de chacun. Avec le slack managérial, elle lui redonne cette marche de manœuvre.

**Aux vues de ces tentatives difficilement opérationnelles « *La création de valeur partenariale, à l'heure actuelle, est plus une contrainte limitant les objectifs économiques qu'une finalité englobante, composante dominante de la politique générale* » Vatteville (2008)**

Figge et Schaltegger (2002) rappellent que les objectifs de la VP ne se trouvent pas sur le même registre que ceux de la VA. Quand la VA se focalise sur une orientation financière, la théorie

des parties prenantes se trouve sur un registre beaucoup plus opérationnel et qualitatif, plus complexe à mesurer mais souvent plus coûteux financièrement quand les enjeux et impacts n'ont pas été pris en compte correctement et dès le départ (ce que l'entreprise traduit dans le « by design »)

A ce propos, soulignons ici le caractère pernicieux du « mesurable » pour une appréciation d'une relation entre groupes d'individus qui se veut qualitative avant tout. Nous l'avons évoqué précédemment, nous sommes passé d'une Société de la personne, à une Société de l'individu. Dans cette transformation nous avons perdu notre identité au profit d'un traitement statistique de ce que nous sommes. En ce sens, nous avons amorcé une crise de finalité (Schwerer, 2013) qui nous conduit vers un écueil beaucoup plus grand. Cette manière « financière » de lire le monde économique est source de critique récurrente. Et en voulant substituer la VP à la VA, nous utilisons les mêmes outils que la VA pour décrire le monde. Maslow disait « *To the man who only has a hammer, everything he encounters begins to look like a nail.* ». Ces modes de perception des opportunités économiques nous poussent à des descriptions chiffrées règlementé par le RGPD<sup>53</sup> et nous promettant l'anonymat. Pour autant, le résultat c'est que nous faisons l'erreur de tomber dans une certaine forme d'« économisme de la valeur, ce qu'Arnsperger décrit comme « *cette manière particulière de décrire l'action et le monde où elle prend place* », qui sous prétexte d'anonymat, déshumanise la relation économique et dissimule certains coûts liés à des arbitrages et l'opportunisme (les externalités) de cette relation sans visage.

Il y a 15 ans déjà que Pesqueux nous interpellait sur le fait que « *La mesure de la performance débouche alors sur une irréductible alternative : un seul indicateur “ dominant ” peut-il suffire ou bien s'évalue-t-elle à partir d'une synthèse de plusieurs indicateurs ? **S'agit-il, dans les deux cas, de s'épuiser dans le développement d'un impossible perfectionnement de la mesure*** » et d'ajouter, citant De La Villarmois que la performance ne peut s'apprécier pleinement qu'au travers de ses deux dimensions. L'une objective de type économique et systémique, et qui considère les notions d'efficacité et de pérennité de l'entreprise. Mais aussi et surtout sa dimension subjective, sociale et sociétale, portée par la légitimité de l'entreprise et ses ressources humaines pour lesquelles une mesure peut s'avérer impossible.

---

<sup>53</sup> RGPD règlement général sur la protection des données personnelles

C'est en tout cas ce que Charles Handy en adressant aux participants du Drucker forum<sup>54</sup> (2017) nous rappelle en évoquant le monde de la digitalisation « *If they can digitalize my face, will they be able to digitalise the rest of me ? I hope not. But surely there are things that can't be measured, that can't be digitalized. At my best I have imagination, and vision, I have dreams and hope, I have trust and empathy, I have commitment I have possibilities I have all these things which make me interesting, life worse leaving and work worse doing. So, aren't we luck, that all these things can't be measured? Cause if organizations were purely digitized, through numbers, it would be a prison for the human soul, and we have to be careful that our humanity is not swamped by the digital revolution* ».

Dans la TPP, Freeman a défini les parties prenantes comme « les groupe d'individus ou tout individu qui peut affecter ou être affecté par la réalisation des objectifs organisationnels » Or **cette substitution du concept d'individu à la notion de personne est une des causes qui « a progressivement substitué la recherche du profit à la logique du bien commun et le monopole à la concurrence, imposé la maximisation du profit en faveur des détenteurs du capital, multiplié les rentes de situation et provoqué la séparation radicale du capital et du travail »** ( Lecaillon (2012), cité par Schwerer, 2013).

Dans un contexte où l'on cherche en permanence la croissance nominale des chiffres pour confirmer le niveau de réussite de l'activité économique d'une entreprise ou d'un État, la Société des personnes, a perdu les repères de ce que l'intérêt général veut dire. Les consommateurs, les producteurs, les travailleurs, ou les tous nouveaux influenceurs, toutes ces connotations nous enferment la Société dans une fonction de consommation qui l'emporte sur le sens de la relation interpersonnelle.

Ceci nous amène tout naturellement à décrire la dernière dimension envisagée par Donaldson et Preston (1995) celle de la **dimension normative** de la TPP. Il est intéressant de noter que pour les auteurs la dimension normative se trouve au centre de la TPP. Et pour cause celle-ci trouve son origine dans les travaux d'Evan et Freeman (1988, 1993), et s'appuie sur des concepts philosophiques et moraux (kantien) centraux donc pour la Théorie des parties prenantes mais exogènes. Evan and Freeman écrivent, "*Each stakeholder has the right to be treated as an end in itself, not as a means for the purposes of other stakeholders.*" En ce sens

---

<sup>54</sup> dont le thème était « Growth and inclusive prosperity »,



cette dimension s'entend comme une injonction d'agir de façon éthique pour régler les conflits entre parties prenantes et équilibrer leurs intérêts contradictoires.

Elle se veut aussi une tentative de réconciliation des logiques l'éthique et économiques dans le sens où, cette dimension considère le caractère fondamental de la relation fiduciaire du dirigeant avec ses parties prenantes.

#### 1.2.2.1.3. Une tentative de convergence avec une VP comme valeur globale de l'entreprise

Pour la « théorie convergente des parties prenantes » de Jones et Wicks (1999) les trois dimensions de Donaldson et Preston forment un tout indivisible. Comme nous l'avons vu la dimension descriptive permet de comprendre la nature des relations de l'entreprise avec son environnement, la dimension instrumentale permet d'en expliquer les connections avec la performance de l'entreprise et pour finir la dimension normative inscrit tous ces comportements dans une charte éthique.

Pour autant, ils ne feront que rajouter au débat en cours, et même au nom de l'intégration ou de l'idée d'une théorie supérieure des parties prenantes, Mitchell & al. (2008), n'arriverons pas à leur tour, à aligner le monde académique sur une homogénéisation consensuelle du concept de parties prenantes.

Pesqueux (2006, 2017) plus récemment résume **trente-cinq années de tentatives infructueuses** dans l'idée qu'une « *reconnaissance conduisant à les ériger comme parties quasi-contractuelles afin de justifier, avec elles, une perspective d'allocation finalement « dé-moralisée* ». *Les parties prenantes deviennent des sortes d'ayant-droit et contribuent en même temps à fonder le « principe d'inclusiveness », la référence à des parties prenantes servant à fonder ce qu'est l'organisation, toutes les organisations ayant peu ou prou les mêmes parties prenantes, classées suivant la même logique et se devant de construire une stratégie vis-à-vis d'elles* ».

**Donc même s'il n'existe pas de consensus sur un modèle en particulier, ces travaux nombreux et principalement regroupés dans le courant dit « descriptif » de la TPP<sup>55</sup>, ont le mérite d'avoir permis d'affiner la notion de parties prenantes pour permettre « in**

---

<sup>55</sup> Théorie des Parties Prenantes, Selon la revue de littérature effectuée par Laplume et Al. (2008) sur les développements académiques de la TPP entre 1984 et 2008, 70% des travaux sont dits descriptifs.

**fine », au dirigeant, d'établir des priorités en fonction des attentes et capacité d'influence de la performance de son entreprise.** N'oublions pas aussi que le contexte économique du début des années 80 dans laquelle la théorie finit par émerger, n'est pas propice à une approche « inclusive », cette époque pouvant être qualifiée de charnière dans le développement d'une économie ultra libérale portée par des gouvernements Reagan aux États-Unis et Thatcher au Royaume-Uni qui vont promouvoir la dérèglementation et la dérégulation monétaire jusqu'à faire vaciller le syndicalisme, précipiter chute du communisme en 1989 et engendrer la montée du chômage dans toutes les démocraties. Dans cet espace « hostile » obtenir la reconnaissance d'une certaine forme de légitimité et de pouvoir des parties prenantes sur l'entreprise, sera en soi une victoire qui ne pouvait s'envisager au départ, aux vues des contraintes existantes.

## **Conclusion sur les parties prenantes et la difficile existence de la VP**

N'oublions pas que le paradigme de la valeur renvoie inévitablement à la question des destinataires de la valeur créée : pour qui crée-t-on de la valeur ?

**Sans avoir pu imposer la VP en remplacement de la VA, la TPP de Freeman (1984) a cependant eu le mérite d'ouvrir le champ de l'entreprise à une vision plus holistique des acteurs (pluraliste) participant à la création de la valeur par l'entreprise.** Cette ouverture a permis de reconsidérer les relations stratégiques entre les acteurs et d'envisager les attentes légitimes de groupes d'individus affectés ou affectants la création de valeur en dehors du seul principe d'un « risque résiduel » porté par l'actionnaire, car « *une entreprise n'est pas une simple agrégation d'actionnaires mais une institution socialement responsable soucieuse de l'intérêt collectif* » (Mercier, 2010).

**En ce sens la TPP a relevé le défi de changer la perception des rôles et responsabilités de et dans l'entreprise.** Pour Acquier (2010) « *elle correspond moins à une véritable alternative qu'à une théorie de l'agence étendue...* », elle est majoritairement descriptive et relève d'un paradigme utilitariste de la valeur, qui n'a pas encore réussi à organiser le partage de la valeur tant réclamé par la Société aujourd'hui.

Et si la TPP ne fait toujours pas consensus au sein du monde académique, nous conviendrons d'une part qu'elle justifie certaines intersections ;

- Les parties prenantes sont des ressources critiques pour la performance de l'entreprise. Pour les parties prenantes diffuses (au sens de Pesqueux, celles qui n'ont pas un lien contractuel direct avec l'entreprise), ces ressources peuvent représenter par exemple l'acceptation sociale de l'entreprise, ce que les anglo-saxons traduisent par « *the licence to operate* ».

- Leur propre intérêt et bien-être sont directement affectés par la performance de l'entreprise. Autrement dit, les parties prenantes prennent des risques au même titre que les actionnaires ;
- Enfin elles disposent d'une certaine forme de pouvoir pour influencer positivement ou négativement sur la performance de l'entreprise.

Et d'autre part preuve à l'appui, avec la communication actuelle dirigeants d'entreprise, elle nous permet d'envisager l'ancrage positif de la prise en compte du concept des parties prenantes comme faisant partie intégrale du processus stratégique de la création de valeur et de la performance des entreprises cotées.

Aussi, « *La mesure de la valeur partenariale est un préalable à son accession au statut de fonction (objectif) prépondérante.* » (Vatteville, 2008). En effet et en l'état, sans la capacité de mesurer de façon tangible et normative, la TPP pourra difficilement se substituer ou du moins exister de façon pérenne vis-à-vis du modèle de la VA sans créer des risques de déséquilibre concurrentiel pour les dirigeants d'entreprises cotées. Si seulement quelques entreprises sont convaincues et développent leurs propres indicateurs de la création de valeur plus globale comment les marchés financiers pourront ils valoriser cela ? Sachant qu'à priori la première phase d'inclusion aura un coût.

Ce registre de la mesure de la création de valeur, nous amène à envisager en quoi les outils de mesure de la création de la valeur ont amené à une lecture idéologique de la création de la valeur.

## **2. Les outils de mesure de la création de valeur : une lecture idéologique de l'entreprise**

*« Il faut lutter non contre l'économie mais contre l'économisme [...] lutter contre un mode de description des opportunités sous forme de contenu prétendument « neutre » ou « généraux », c'est lutter contre l'adoption de critères de sélection « instrumentalisant », comme celui de la rentabilité, l'image, la visibilité » (Arnsperger, cité par Picavet, 2001)*

## 2.1. Une vision de la valeur supportée par la mise en œuvre d'un système de gestion par la valeur

L'objectif de normalisation du management de l'entreprise par la création de valeur a obligé les dirigeants d'entreprises cotées à formaliser les performances prévues et réalisées de l'entreprise, puis au travers de ces résultats à formaliser leur propre performance. « *Ce processus de financiarisation a permis d'homogénéiser l'appareil de production, évalué universellement selon un même langage financier normalisé.* » (Gomez, 1996, 2009).

**La promesse de transparence réclamée par le marché et affichée par les dirigeants d'entreprises cotées, a imposé un « culte du chiffre »** (Gori et Al., 2009), conforté par un format dit comptable « scientifique », normé, permettant de mesurer et contrôler les performances et de pousser à l'amélioration constante de ces résultats. « *Mesurer est la première étape qui mène au contrôle et éventuellement à l'amélioration. Si vous ne pouvez mesurer une situation, vous ne pouvez la comprendre. Si vous ne pouvez la comprendre, vous ne pouvez la contrôler. Et si vous ne pouvez la contrôler, vous ne pouvez l'améliorer.* »<sup>56</sup> (H.J Harrington, 1991).

**Nous verrons dans ce chapitre que** les différentes mesures utilisées pour constater la création de valeur témoignent des transformations des procédés d'identification par la notion du pouvoir et de la gouvernance d'entreprise qui a favorisé un alignement des objectifs du couple dirigeant-actionnaire. « **Ce droit** » **sur la valeur, attribué aux actionnaires**, nous l'avons vu dans notre premier chapitre sur la création de valeur et le management des entreprises, n'est en fait que le résultat de la gestion d'intérêts contradictoires quant au mode de contrôle de la création de la valeur par les actionnaires. Nous verrons aussi que loin de produire les effets escomptés, cette normalisation **n'a finalement produit qu'une standardisation mimétique pour juger de la performance des pratiques stratégiques des dirigeants et de leur contrôle.** Ces derniers répondant aux exigences des marchés financiers d'une soutenabilité économique quasi impossible à tenir (notamment avec le dogme du ROE<sup>57</sup> à 15% quelle que soit l'entreprise quelle que soit l'industrie), ont souvent perdu de vue leur vision et la raison d'être de leur

---

<sup>56</sup> L'auteur dont la carrière fut consacrée à l'amélioration de la qualité et de la performance, a écrit de nombreux ouvrages sur le sujet dont, Business process improvement workbook, High performance benchmarking, le texte original est en anglais « *Measurement is the first step that leads to control and eventually to improvement. If you can't measure something, you can't understand it. If you can't understand it, you can't control it. If you can't control it, you can't improve it.* »

<sup>57</sup> ROE: Return On Equity équivalent français de « retour sur capitaux propres ».

entreprise. Les exigences portées par ces mesures de création de valeur les ont même parfois poussés à des pratiques aux limites de l'éthique au prétexte de ne pas « décevoir » les marchés financiers. C'est ce que Drucker résume dans sa phrase : « *Le profit pour une entreprise et comme l'oxygène pour une personne. Si vous n'en avez pas assez, vous êtes hors-jeu. Si vous pensez que la vie se résume à respirer alors vous ratez l'essentiel* ». <sup>58</sup>

*La question que l'on peut alors légitimement se poser c'est de savoir **comment et pourquoi les métriques de la valeur sont devenues si populaires ?***

Gomez (2009) nous donne un premier élément de réponse : « *la normalisation conduit à isoler, à décrire des pratiques, donc à limiter le champ des interprétations, en la repérant, par exemple, comme élément du processus concurrentiel, dans la tradition de l'économie industrielle* ». Il est certain que la normalisation de la gestion par la valeur a permis de **simplifier le processus de comparaison des performances dans des économies qui se complexifient avec la mondialisation**. Il ajoute que « *le corpus de conventions qui trament le tissu social, donne du sens aux comportements, sous réserve d'une conviction quant à leur généralisation* ».

Et pour cause, car la normalisation n'est pas une réglementation, elle ne s'impose pas aux hommes mais repose sur un consensus suggestif qui démontre son utilité pour mieux convaincre de son utilisation. Pour se faire la Finance s'est offert un pouvoir de conviction de poids avec des cabinets de conseils et Business Schools (MBA) relayant les concepts académiques « scientifiques » de l'école de Chicago et principalement celui de la VA, Ghoshal (2005) écrit à ce propos « *we have adopted the "scientific" approach of trying to discover patterns and laws and have replaced all notions of human intentionality with a firm belief in causal determinism for explaining all aspects of corporate performance. In effect, we have professed that business is reducible to a kind of physics in which even if individual managers do play a role, it can safely be taken as determined by the economic, social, and psychological laws that inevitably shape peoples' actions. Legitimized by a set of influential reports (such as Gordon & Howell, 1959) and supported by significant investments by, among others, the Ford Foundation (about*

---

<sup>58</sup> Texte original « *Profit for a company is like oxygen for a person. If you don't have enough of it, you're out of the game. But if you think your life is about breathing, you're really missing something.* »

*\$250 million, in 2003 dollars), these beliefs have become dominant in business schools in the United States and around the world (Clegg & Ross-Smith, 2003). » (p3).*

Dans « the tyranny of metrics », J. Muller nous explique les raisons du développement de la normalisation par la valeur, à partir de 3 idées majeures :

- Le **remplacement de la capacité de jugement**, acquise par l'expérience et le développement des compétences dans le temps, par des indicateurs numériques standards (aussi appelé benchmarks), qui permettraient à tout un chacun, de pouvoir juger de la performance sans pour autant être soi-même expert dans le domaine concerné. A cette époque, on note une crise de confiance dans les grandes entreprises dirigées par les dirigeants insiders, experts métiers qui semblent avoir été dépassés par les événements. On se tourne alors vers des dirigeants outsiders, aux qualités de « gestionnaire », qui vont permettre de redonner confiance aux actionnaires.
- Le **principe de transparence de l'information** réclamé par les marchés financiers, qui permettrait de rendre les parties « comptable et responsable » de leurs actes. Le dirigeant dit ce qu'il fait et doit démontrer qu'il fait ce qu'il a dit, preuve de sa performance.
- **L'association** à ces critères numériques et normés **de récompenses ou sanctions** qui peuvent être à la fois financières (pay on say ...) ou « réputationnelles » (notation, classement). Les normes deviennent un outil de management de la performance.

**Cette culture de la transparence et de l'objectivité des résultats devient légion au travers de la mesure de la performance.**

*L'auteur ajoute « Nous vivons dans l'ère de la responsabilité « mesurée », de la récompense pour la performance « mesurée », et de la conviction qu'il est vertueux de publier ces métriques par le biais de la « transparence » aux marchés financiers, mais l'identification de la responsabilité par des métriques et de la transparence est illusoire. Cela devrait signifier être*



*tenu pour responsable de ses actes. Mais par un tour de passe-passe linguistique, rendre compte signifie désormais démontrer le succès au moyen de mesures normalisées, comme si seulement ce qui pouvait être mesuré comptait vraiment ».*<sup>59</sup>

Car au travers de la mesure ce que l'on recherche, c'est à juger de la performance de l'entreprise et de son dirigeant. La performance, cet « attrape tout » (Pesqueux, 2004), dont l'étymologie française « parformer » veut dire « accomplir, exécuter » allie à la fois les notions d'accomplissement d'un processus, du résultat chiffré qui en découle, et du potentiel succès attaché à cette action vis à vis d'une échelle de mesure (normes) qui permet alors de mesurer et de qualifier ainsi (Pesqueux, 2004) par rapport aux autres.

**Dans l'histoire du management de l'entreprise** on a vu se dessiner une transformation instillée tout d'abord dans les années 1930 par le développement aux côtés des entreprises familiales (où les dirigeants se succèdent de père en fils et ont tendance à se faire confiance), d'un nouveau type d'entreprises<sup>60</sup> dirigées par des managers recrutés sur des critères de méritocratie (compétences métiers et capacités managériales).

Pour permettre de garder la confiance nécessaire à tout fondement d'échange marchand, les apporteurs de capitaux réclament la transparence dans la relation avec le détenteur du pouvoir dans l'entreprise. Moins confiants que leurs décisions ne leur seront pas préjudiciables, cette séparation du capital et du management de l'entreprise force donc ces « nouveaux dirigeants » à s'appuyer sur des critères dits « objectifs » pour prendre une décision. Les chiffres et les normes, sont alors vus comme l'incarnation de cette objectivité, lisibles et compréhensibles par tout un chacun, et dans leur forme scientifique leur permettant d'obtenir une crédibilité non discutable. (Muller, 2018).

---

<sup>59</sup> Traduit du texte original en anglais « *We live in the age of measured accountability of reward for measured performance, and belief in the virtues of publicizing those metrics through “transparency” but the identification of accountability with metrics and with transparency is deceptive. It ought to mean being held responsible for one's actions. But by a linguistic sleight of hand, accountability has come to mean demonstrating success through standardized measurement, as if only that which can be counted really counts.* » (2018, p4)

<sup>60</sup> En France les sociétés anonymes

## **Les chiffres et la performance associée à ces chiffres parlent alors pour la compétence et la réputation du dirigeant.**

Dans les années 1970, apparaît le concept que les chercheurs qualifient du management « outsider » (Chandler, 1972, Khurana, 2002).

Il devient communément entendu que le futur dirigeant de l'entreprise sera probablement quelqu'un de l'extérieur et inconnu à l'entreprise. L'intérêt pour les conseils d'administration de ce nouveau type de dirigeant, est de pouvoir recevoir la confirmation que l'entreprise est sous contrôle et que rien ne lui a été caché par certains dans un transfert historique de responsabilités. L'arrivée de cet « outsider », exacerbe alors l'utilisation et la mise en avant du management par les chiffres.

Ce dernier a besoin de comprendre l'entreprise, et de se rassurer dans ses décisions. Pour cela, les outils et métriques de comparaison numériques sont fondamentaux et si possible similaires à ceux qu'il utilisait dans sa précédente entreprise.

Par ailleurs comme ces dirigeants « outsiders » manquent d'expérience de l'entreprise et de son histoire, ils seront plus enclins à vouloir des outils de mesure permettant une vulgarisation du métier (aka « best practices ») pour un gestionnaire non professionnel du secteur qu'il dirige, ce qui renforce encore le pouvoir dévolu aux métriques financières standardisés. Peter Drucker insiste sur le rôle important de la vulgarisation : *« La vulgarisation est une technique importante. Elle est utile pour diriger n'importe quel groupe de spécialistes. »*

Preuve de l'accélération que vit le monde de l'entreprise dans le court termisme, et l'obligation de résultats, l'évolution du management de Général Electric (GE) est assez emblématique. Une des dernières entreprises qui privilégiait le développement du management « insider », a remercié en 2018 le dernier d'entre eux John Flannery (CEO) après trente ans passés chez GE et moins d'un an d'exercice au poste de CEO. Depuis 126 ans, la société avait mis un point d'honneur à choisir des leaders dans ses rangs, leur donnant le temps nécessaire pour développer leur vision stratégique. En 2018 et pour la première fois dans cette longue histoire, le conseil d'administration vient de nommer un « outsider » Larry Culp. Un analyste commente alors *« les investisseurs verront le remplacement favorablement, étant donné son succès à la tête de Danaher, son statut d'outsider et le fait qu'il n'a pas 'besoin' du poste après une carrière lucrative et reconnue »*.

**Aujourd’hui pourtant, l’usage des métriques de la valeur comme instrument d’évaluation des performances et de « l’accountability » de l’entreprise et de son dirigeant, tend à effacer les nuances de la complexité de l’entreprise et des problèmes humains qui s’y développent, pour créer une relation impersonnelle avec celle-ci (ce que la comptabilité traduit dans « une somme d’actifs »).**

Deringer (2018) décrit comment les calculs numériques sont devenus un mode de raisonnement public faisant autorité pas seulement dans les entreprises mais dans la Société en général. Il écrit : *« Ils (les chiffres) récapitulent commodément une multitude d’événements et de transactions complexes... L’objectivité scientifique apporte ainsi une réponse à une demande morale d’impartialité et d’équité. La quantification est alors une façon de prendre des décisions sans qu’il n’y paraisse »*<sup>61</sup>.

Les attentes de transparence de la part des marchés financiers et les métriques de la valeur associées, ont finalement un effet pervers sur les dirigeants d’entreprises. Elles engendrent une déresponsabilisation de ces derniers dans leur rôle de décisionnaire au profit de tableaux de chiffres et « scorecard » leur servant de justifications.

La frustration peut être grande de voir des orientations stratégiques prises dans une entreprise, sur la base de chiffres, alors que l’expérience et l’expertise métier des employés leur chuchotent que cette orientation est un non-sens. Par ailleurs, **les métriques de la valeur fournissent une connaissance décontextualisée, homogénéisée et déconnectée du sens profond de l’entreprise.**

Deringer confirme *« la quantification est une technologie de mise à distance... Je considère d’abord les chiffres, les graphiques et les formules comme des stratégies de communication »*<sup>62</sup>.

L’usage des mots, d’une vision et d’une raison d’être de l’entreprise, semblent fondamentaux pour accompagner et justifier les chiffres et métriques de la valeur. C’est ce que tente notamment de résoudre (ou devrions nous dire de réparer) le reporting intégré dont les objectifs

---

<sup>61</sup> Texte original “They (numbers) conveniently summarize a multitude of complex events and transactions ... Scientific objectivity thus provides an answer to a moral demand for impartiality and fairness. Quantification is a way of making decisions without seeming to decide »

<sup>62</sup> Texte original “quantification is a technology of distance... I regard numbers, graphs, and formulas first of all as strategies of communication »

sont entre autres de permettre l'agrégation de mesures financières et non financières, opérationnelle et de la gestion des risques.

Les engagements d'une telle démarche, réconciliante des valeurs actionnariale et partenariale, sont ; de promouvoir l'intégration de critères extra financiers et d'un référentiel dans les rapports annuels, d'encourager la mise en place d'une gestion intégrée dans les entreprises pour que leurs actions soient centrées sur la création de valeur plus globale, bref de faire réagir les dirigeants aux potentielles incohérences entre les mots et les chiffres<sup>63</sup>, nous le verrons plus loin. **Car si l'histoire de l'entreprise n'était qu'une histoire de chiffres et de données financières les CFO seraient alors tous CEO.**

---

<sup>63</sup> Pour plus de détails voir le site de L'international Integrated Reporting Council <http://integratedreporting.org/wp-content/uploads/2015/03/13-12-08-THE-INTERNATIONAL-IR-FRAMEWORKFrench.pdf>

## 2.2. Objectivité, pertinence et limites des indicateurs de mesure de la création de valeur

Dans une société où l'on a tendance à se concentrer sur ce qui est mesurable plutôt que sur ce qui a du sens (Gori et Al., 2011), **les indicateurs de mesure de la création de valeur utilisés ne sont pas neutres au regard de la présentation des performances réalisées par les entreprises. Ils induisent un jugement et donc une certaine dose de subjectivité, vis-à-vis du niveau de réalisation des objectifs fixés par l'entreprise.** En l'absence de normes internationales les concernant, quel cadre conceptuel choisir sachant que chaque entreprise aura tendance à utiliser les indicateurs quantitatifs et qualitatifs qui la mettront le plus en valeur, notamment lors de sa communication financière trimestrielle (Quiry et Le fur, 2018).

### 2.2.1. Objectivité des indicateurs :

**L'hypothèse contingente veut que l'on attribue généralement à l'information comptable le rôle de retranscrire la performance passée de l'entreprise, et à l'information boursière celui de prévoir les perspectives de rendements futurs** (Denglos, 2003, p39).

Cette acception est quelque peu réductrice si l'on considère qu'une partie du résultat de l'entreprise est basée sur l'estimation du futur (provisions, valeur résiduelle des dépréciations) et que la prévision boursière se nourrit en partie des portefeuilles de contrats existants dont les cash-flows sont à venir (par ex des contrats de leasing des parcs informatiques).

Il faudra dans les deux cas considérer les composantes structurelles et conjoncturelles, ce que Desmulier et Levasseur (2001, cités par Denglos, p39 (2003)) appellent les composantes permanentes, et transitoires ou gérées du résultat.

*« Les chiffres comptables ne sont pas de froides observations statistiques, mais ils sont des constructions. Les dirigeants, pour des raisons qui leur sont propres, peuvent avoir avantage, selon les cas, à les minorer ou les majorer. (...) s'interroger sur le caractère prédictif des nombres comptables, c'est s'intéresser à ces deux composantes du résultat : la composante permanente et la composante gérée ».*

Néanmoins la comptabilité est avant tout le dispositif légal unique qui établit le calcul du profit et reporte comment il est partagé, mais les normes comptables qui lui servent de référence permettent-elles réellement de reporter de façon exhaustive la création de valeur par l'entreprise cotée ?

**Pour appréhender de la façon la plus objective possible** la mesure de la création de valeur par la comptabilité, il est important de se rappeler que le référentiel comptable et les ajustements des numérateurs et dénominateurs **des indicateurs associés devraient être** :

- **Identiques** pour tous.
- **Stables** dans le temps tant par leur utilisation mais aussi par leur méthode de calcul. Pour permettre la stabilité et la comparabilité, les tableaux de passage chiffrés sont d'ailleurs devenus la norme dans un grand nombre de pays, lors de la transition en 2005 des comptabilités nationales aux IFRS.
- **Comparables** sur le même référentiel d'horizon temporel d'analyse (court, moyen, long terme).

Dans tous les cas l'objectif étant de restituer une « **image fidèle** » de la création de valeur par l'entreprise. (Danjou (2012)).

C'est a priori<sup>64</sup> l'objectif poursuivi avec la normalisation comptable élaborée par l'IAS au travers des principes comptables IFRS, adoptée par l'UE en 2002 et mise en place dans les entreprises à partir de 2005.

Le but est alors de « *développer dans l'intérêt du public, un ensemble unique de normes comptables de haute qualité, compréhensibles et dont l'application soit contrôlable* ». On associe généralement à la « norme » un caractère de neutralité, l'unité de mesure ne devant pas a priori influencer sur le résultat à mesurer. L'on s'attend donc à retrouver la même qualité de neutralité dans la normalisation comptable. Dans le cadre conceptuel de l'IASB, paragraphe 36, c'est en tout cas ce qui est demandé « *pour être fiable, l'information contenue dans les états financiers doit être neutre, c'est-à-dire sans parti pris. Les états financiers ne sont pas neutres si, par la solution ou la présentation de l'information, ils influencent les prises de décisions ou le jugement afin d'obtenir un résultat ou une issue prédéterminée* ».

---

<sup>64</sup> A priori car tout comme Hoarau et Teller dans leur article « *IFRS les normes comptables du nouvel ordre économique global* » (2007), nous questionnons l'idée du « référentiel comptable à prétention mondialiste ? » alors que deux référentiels GAAP et IFRS existent toujours.

Cependant dans les faits, les crises provoquées par l'ingénierie financière et l'abus de règles existantes par certains dirigeants que beaucoup ont qualifiés dans le passé de cas isolés ou « mouton noir », démontrent que **la comptabilité est un résultat inachevé, subjectif et imparfait, en constante évolution.**

**Ces normes, contrairement à l'idée reçue ne sont pas neutres et ont donc le pouvoir d'influencer les comportements des investisseurs et analystes dans leur choix d'investissement mais aussi et surtout celui des dirigeants** qui, tentant d'anticiper les réactions des investisseurs, peuvent avoir tendance à se focaliser sur l'optimisation des résultats comptables. « *La manière dont sont calculés les résultats selon les normes comptables a une incidence directe sur les choix de gestion [...] La neutralité des normes comptables est une fiction* » (Véron, Autret, Galichon, 2005).

Cette subjectivité, antithèse de la neutralité, démontre qu'il existe une différence entre la théorie et la pratique vécue par l'entreprise et que les notions de résultats et de capital peuvent varier d'une entreprise à l'autre en fonction de la gouvernance et du pouvoir exercé par l'acteur dominant dans l'entreprise (Richard, Bensadon, Rambaud, (2018), p54).

A ce propos, une étude publiée par PwC (2017)<sup>65</sup> questionne l'idée « d'acte isolé » de la part de certains dirigeants. Celle-ci analyse depuis 10 ans, les renouvellements de dirigeant dans les 2 500 plus grandes entreprises cotées en bourse à travers le monde. Elle révèle que le nombre de dirigeants remerciés pour manquement éthique (même s'il reste faible avec 5% du panel total), a augmenté de 36% dans la période 2012\_2016 (par rapport à la période 2007\_2011).<sup>66</sup>

Pour exemple Général Electric (GE) qui est sous le coup d'une investigation par le gendarme de la bourse américain après la comptabilisation d'une charge d'un montant total de 22 milliards (dont 10 milliards de dollars de dépréciations d'actifs d'Alstom). Pour justifier une telle écriture comptable le groupe se dit impacté directement par une baisse de la demande et des problèmes techniques avec sa nouvelle série de turbines à gaz. Cette comptabilisation a conduit à l'une des

---

<sup>65</sup> <https://www.pwc.fr/fr/espace-presse/communiqués-de-presse/2017/mai/turnover-des-dirigeants-d-entreprise.html>

<sup>66</sup> Pierre Péladeau, responsable de l'étude clarifie tout de même « *Nos données ne nous permettent pas d'affirmer — et aucune donnée ne le pourrait — si les grandes entreprises sont aujourd'hui le théâtre de davantage d'actes répréhensibles que par le passé. Ce qui est certain en revanche, c'est qu'au cours des quinze dernières années, cinq facteurs ont émergé et ont poussé conseils d'administration, investisseurs, pouvoirs publics, clients et médias à exiger une plus grande responsabilisation des dirigeants face aux manquements à l'éthique. Il s'agit de la méfiance de l'opinion publique suite à la crise financière de 2007-2008 ; du renforcement de la réglementation ; de l'augmentation des risques éthiques sur les marchés émergents où opèrent désormais les entreprises ; mais aussi de l'arrivée massive des moyens de communication numérique et enfin de l'accélération de l'information qui nous parvient aujourd'hui en continu 24h/24.* »

plus grosses pertes trimestrielles de son histoire. Il est intéressant de noter que d'un CEO à l'autre l'appréhension de la valeur du goodwill change avec les décisions de comptabilisation. Il serait intéressant là aussi de lire les commentaires de la société qui a audité les comptes de la société GE en 2017 et 2018.

C'est aussi le cas de la société Noble Group, spécialisée dans le négoce asiatique de matières premières. Depuis 2015 l'entreprise est en grande difficulté. Cette année-là, après l'annonce surprise d'une perte nette de 129 millions de dollars au premier trimestre, (contre un profit de 40,5 millions un an plus tôt), l'action de la société s'effondre et ne vaut plus qu'1 dollar singapourien, son plus bas prix depuis 15 ans<sup>67</sup>. Son dirigeant fondateur Richard Elman annonce alors « *Le moment est venu pour moi de passer le relais* ». 3 ans plus tard la société fait de nouveau la « une » des journaux financiers après l'ouverture d'une enquête par le gendarme des marchés singapouriens, pour soupçons de « déclarations fausses et trompeuses » et un potentiel non-respect des normes comptables par sa filiale NRI.

**Dans les faits, les autorités singapouriennes s'intéressent à la comptabilisation d'une dépréciation des gains comptabilisés en juste valeur (mark-to-market<sup>68</sup> en anglais) tirés de contrats d'achat et de vente de charbon.** Cette écriture a eu pour conséquence l'enregistrement en 2017 d'une perte abyssale de près de 5 milliards de dollars pour Noble Group. En moins de quatre ans, sa capitalisation boursière est passée de 6 milliards de dollars début 2015 à 78 millions.<sup>69</sup> Là encore il y aurait probablement à dire sur les règles de prudence et d'audit comptable à appliquer à une entreprise dans les années précédant le départ à la retraite de son dirigeant.

**Ces normes ne sont pas neutres, non plus, au regard de la financiarisation imposée dans l'entreprise avec l'adoption de la reconnaissance de certains actifs et passifs de l'entreprise à leur « juste valeur » (fair value).** Cette nouvelle norme consiste à reconnaître pour certains actifs et passifs <sup>70</sup>« *le montant pour lequel un actif pourrait être échangé ou un passif éteint, entre des parties bien informées et consentantes dans le cadre d'une transaction*

---

<sup>67</sup> [https://www.lesechos.fr/15/05/2017/LesEchos/22445-133-ECH\\_1-action-noble-group-s-effondre-au-plus-bas-depuis-15-ans.htm](https://www.lesechos.fr/15/05/2017/LesEchos/22445-133-ECH_1-action-noble-group-s-effondre-au-plus-bas-depuis-15-ans.htm)

<sup>68</sup> Cette méthode de valorisation ou réévaluation est couramment utilisée pour reconnaître la valeur actuelle d'un contrat. Pour cela, on effectue une comparaison entre le cours de la journée ou la réévaluation comptable est faite dans les comptes en juste valeur avec le cours prévalant le jour de la conclusion du contrat. La juste valeur comptable d'un contrat est reconnue au passif tant que la transaction n'est pas réalisée. A la réalisation effective, le gain ou perte de valeur du contrat est transféré dans le compte de résultat.

<sup>69</sup> <https://www.lesechos.fr/finance-marches/marches-financiers/0600251006175-enquete-sur-noble-group-le-travail-du-cabinet-ey-examine-de-pres-2226380.php>

<sup>70</sup> Les IFRS ne requièrent pas que tous les actifs et passifs soient évalués à la juste valeur, c'est un système mixte (juste valeur et cout historique) qui dépend du business model de l'entreprise



*effectuée dans des conditions de concurrence normale* »<sup>71</sup>, et donc à les valoriser au bilan, selon leur valeur de marché (ou valeur liquidative) ou à défaut selon une valeur représentant la somme actualisée des flux de revenus attendus de leur utilisation.

En ce sens, la norme s'oppose à l'ancienne méthode dite de « valorisation au coût historique » qui valorisait les actifs et passifs à leur date d'achat et donc favorisait des écarts avec la valeur de marchés quand les actifs / passifs étaient sujet à la volatilité des marchés.

**Au prétexte donc de connaître la valeur d'une entreprise au plus juste de sa valeur d'échange, beaucoup ont pris le parti de trouver que la comptabilisation des actifs au coût historique ne faisait que retarder la problématique des variations de prix de marché, et par la même d'imposer avec la comptabilisation à la « juste valeur », la financiarisation des bilans comptables.**

Pour les opposants de la méthode, l'application de ce principe comptable « pro-cyclique » (ou volatile), polarise à lui tout seul les débats de la financiarisation de la comptabilité d'entreprise au profit des actionnaires. « *En effet, privilégier l'établissement des bilans comptables en valeur de marché ou valeur liquidative, rend difficile la capacité de se projeter sur le long terme. Quand les principes de la comptabilité obligent les dirigeants d'entreprise à considérer chaque trimestre ce que valent leurs actifs, le long terme est sorti de l'équation* ». (Bertrand Badré, 2018)<sup>72</sup>.

Le président Chirac en 2003 considérant déjà que ces nouvelles normes ne conduisent à « *une financiarisation accrue de l'économie et à des méthodes de direction des entreprises privilégiant trop le court termisme* » (Véron, Autret, Galichon, 2004) avait écrit à l'IASB, mais sans succès.

De leur côté, les promoteurs de cette méthode<sup>73</sup>, rappellent que les normes IFRS n'ont pas pour objectif de refléter la valeur financière « globale » de l'entreprise. Ils mettent cependant en avant que cette dernière offrirait une image plus fidèle de l'entreprise grâce à une meilleure évaluation du patrimoine à l'instant T. N'y trouvons nous pas ici une démonstration courte termiste en opposition avéré au principe comptable de la continuité d'exercice (ongoing concern

---

<sup>71</sup> Même si les IFRS ont pour objectif louable la convergence et l'homogénéisation des définitions, celle de la juste valeur n'est pas unique et se retrouve dans bons nombres d'IAS. Celle-ci est tirée des IAS 38 et 40, réunit les 3 conditions de la juste valeur : l'objet d'échange, parties informées et consentantes, dans des conditions normales. (Pigé & Paper, (2006), p 46, « Normes comptables internationales et gouvernance des entreprises : Le sens des normes IFRS », Éditions EMS, 15 Mai 2006, 202 pages)

<sup>72</sup> Intervention au Cercle des Économistes 2018, à Aix

<sup>73</sup> Et notamment Philippe Danjou, membre depuis 2006 du Board de l'IASB, qui signe une tribune dans les Echos sur les 10 fausses idées sur les IFRS. <https://business.lesechos.fr/directions-financieres/comptabilite-et-gestion/normes-comptables/10-idees-faussees-sur-les-ifrs-4686.php>

en anglais) ? Quel est l'intérêt de vouloir connaître la valeur de liquidation d'une entreprise à chaque fin de mois ?

Selon ses promoteurs, cela permettrait de mieux apprécier le risque de défaillance en intégrant les risques associés à la possession de certains actifs à forte volatilité en valeur. Selon l'IASB « *il n'est pas approprié de cacher, ou d'atténuer artificiellement, la volatilité des résultats quand cela reflète les conditions économiques réelles* ».

Enfin elle aiderait au contrôle externe de la part des actionnaires et des marchés financiers en réduisant la marge de manœuvre dans la détermination du résultat de l'entreprise (le cas de Noble Group que nous avons adressé plus haut semble démontrer le contraire).

**Doit-on en conclure qu'en introduisant la notion de « juste valeur » l'IASB a voulu constater la perte de confiance dans les entreprises ou inversement dans les marchés financiers ?**

**Ces normes ne sont pas neutres enfin au regard de la part de plus en plus importante du capital immatériel des entreprises** (composé du capital naturel, capital humain, capital « structurel », l'organisation, la technologie, le système d'information et même la culture), et le capital « relationnel » de la réputation engagée avec les clients, fournisseurs, actionnaires, collectivités publiques.

Et alors même que ce capital immatériel joue une part très importante dans la création de valeur pour l'entreprise (et surtout pour les entreprises de la « Tech » et de la nouvelle économie) ce capital n'est, jusqu'à présent, pas reconnu comme un actif au motif que son évaluation est trop subjective et donc peu fiable (Hoarau & Teller, 2007). Cette critique n'est pourtant pas nouvelle si l'on s'en réfère à Henry Ford qui disait en son temps « *Les deux choses les plus importantes n'apparaissent pas au bilan de l'entreprise : sa réputation et ses hommes.* ». Il semble qu'une telle justification suggère que le champ comptable traditionnel est finalement peu compatible avec la recherche de la mesure de la valeur économique de l'entreprise et justifie le développement d'indicateurs non comptables.

**De nombreux auteurs se sont penchés depuis sur la problématique comptable et la déconnection visible entre la valorisation boursière des sociétés à haut capital immatériel et leur valeur comptable** (le cas de Facebook qui rachète Whatsapp<sup>74</sup> est intéressant).

---

<sup>74</sup> Facebook's Acquisition of WhatsApp: The Rise of Intangibles, HBR case study from Mark Haskins

Dans « *Capitalism without capital, the rise of intangible economy* » Haskel et Westlake justifient « *Our central argument in this book is that there is something fundamentally different about intangible investment, and that understanding the steady move to intangible investment helps us understand some of the key issues facing us today: innovation and growth, inequality, the role of management, and financial and policy reform.* »

Kaplan et Norton (2004) de leur côté démontrent, sur le modèle de la chaîne de création de valeur développée par Porter, que ce capital est source d'avantage compétitif : « *Unlike financial and physical ones, intangible assets are hard for competitors to imitate, which makes them a powerful source of sustainable competitive advantage. If managers could find a way to estimate the value of their intangible assets, they could measure and manage their company's competitive position much more easily and accurately* ».

**Et que dire de la part du capital matériel, dont se départissent nombres d'entreprises ces dernières années dans des stratégies de « light asset management » donnant l'impression que l'entreprise est en pleine santé du point de vue de ses ratios d'endettements<sup>75</sup>. En effet, le développement de cette économie de l'immatériel et des network orchestrators<sup>76</sup> transforme l'échange des biens et service en prestations de location, de droits d'admission, d'adhésion et d'abonnement (Rifkin, 2000) qui lui confère un statut d'usage plus que celui de la possession. Ceci a pour résultat de transformer la valorisation des entreprises et les stratégies de leurs dirigeants dans un format de création de liquidités futures, laissant la comptabilité impuissante à formaliser et restituer, la transformation vers ce monde des idées et de l'image. Les bilans comptables se retrouvent allégés de nombres de leurs immobilisations au profit de crédit-bail comptabilisés comme un coût au compte de résultat.**

**L'IFRS 16 qui vient de prendre effet début Janvier 2019 est d'ailleurs une première réponse à cette dérive comptable mise en place par les stratégies financières de « sell and lease back » (vente des actifs et re location en crédit-bail). Ce principe comptable impose dorénavant aux entreprises de reconnaître tous les crédits-bails (sauf exclusions spécifiques) qui contribuent à générer des revenus dans l'entreprise, au bilan de leur comptabilité. Non**

---

<sup>75</sup> Ex du groupe Accor et de son dirigeant Sébastien Bazin qui depuis 2018 cède une part importante des murs de ses hôtels (4,4 milliards en 2018) en échange d'un contrat avec Accorinvest pour les opérer en retour. La justification donnée par le dirigeant est de "permettre à AccorHotels de disposer de marges de manœuvre importantes pour poursuivre sa stratégie offensive de croissance et d'innovation et créer de la valeur pour ses actionnaires." <http://www.larevuedudigital.com/accorhotels-vend-les-murs-de-ses-hotels-pour-recolter-44-milliards-deuros/>

<sup>76</sup> Référence faite à l'article de Harvard Business Review "What Airbnb, Uber, and Alibaba Have in Common" du 20 Novembre 2014, dans lequel les auteurs B. Libert, Y. Wind, et M. Beck définissent 4 Business models : Asset builders, service providers, technology creators et Network orchestrators. Cette dernière catégorie correspond aux entreprises telles que AirBnB, Uber, qui créées un réseau (network) de participants qui interagissent et partagent la création de valeur. C'est le cas par exemple d'AirBnB, quand le propriétaire de logement se met en relation via la plateforme, avec une personne souhaitant occuper son appartement lors d'une visite dans la localité.

seulement ce « Droit d'utilisation » égal à la valeur nette actualisée des paiements futurs, sera reconnu à l'actif, mais la dette de loyers correspondante sera elle inscrite également au passif du Bilan. Enfin la reconnaissance des loyers de crédit-bail qui jusqu'à présent était portée au compte de résultat, se fera maintenant non plus sous la forme d'une dépense courante mais au travers de la constatation de l'amortissement du droit d'utilisation et des intérêts sur la dette des loyers toujours portée au compte de résultat de l'entreprise.

Le législateur comptable autorise ainsi la transparence et surtout la comparaison inter-entreprises sans pour autant devoir entreprendre une recherche longue et coûteuse pour retrouver les obligations d'informations portées au rapport annuel relatives à ces leasings. Et surtout le législateur avec un tel changement permet à tout un chacun de connaître les engagements financiers des entreprises sur le long terme.

**Un dernier exemple concerne la théorie de l'écart d'acquisition (ou goodwill)** et de son potentiel amortissement. En effet, pour les deux approches comptables (dynamique et statique) l'interprétation sera totalement différente qu'on se place du point de vue du capital en tant que flux de trésorerie à rembourser ou en tant que fonds productif (Richard, Bensadon, Rambaud, (2018), p272-273).

Il en résulte que suivant la nature de l'investissement le problème de l'amortissement de cet écart d'acquisition sera traité différemment. Ce problème n'est pas nouveau et a fait l'objet de 3 changements par l'IASB en une vingtaine d'années qui finalement a participé à l'abandon de l'amortissement systématique. Dorénavant le goodwill acquis est traité comme un « actif à part » et au lieu d'être amorti systématiquement sur une durée d'usage, procède chaque année d'un « test de dépréciation selon les conditions de l'IAS 36 » (impairment test). Si la valeur de recouvrement constatée dite valeur « actuarielle » s'avère être inférieure à la valeur nette comptable du goodwill généré par l'acquisition, alors une dépréciation (impairment) a lieu (c'est le principe de prudence de Simon). On peut alors s'interroger sur le caractère comptable ou financier de ce principe car dans un sens il fournit de la transparence aux utilisateurs de l'information comptable mais en même temps il permet d'impacter le compte de résultat significativement et donc les éventuels paiements de dividendes.

**Les normes comptables ne sont donc pas neutres**, on remarque bien que dans le temps, *« Elles favorisent, ou tout au moins accompagnent, une économie financiarisée sans frontières et participent à l'expansionnisme gestionnaire »* (Hoarau & Teller, 2007). Ces

mutations et limites de l'évaluation comptable font largement écho aux critiques récurrentes et toujours plus fortes de l'évaluation de la richesse des nations par le seul PIB sans prendre en compte des critères fondamentaux sociétaux, environnementaux et même psychologiques (indice du bonheur). Ceci n'est pas l'objet de notre recherche et nous invitons le lecteur à consulter le rapport de la Commission pour la Mesure des Performances Économiques et du Progrès Social (CMPEPS), (Stiglitz, 2008), et qui pour « *déterminer les limites du PIB en tant qu'indicateur des performances économiques et du progrès social, de réexaminer les problèmes relatifs à sa mesure, d'identifier les informations complémentaires qui pourraient être nécessaires pour aboutir à des indicateurs du progrès social plus pertinents, d'évaluer la faisabilité de nouveaux instruments de mesure et de débattre de la présentation appropriée des informations statistiques* ».

## 2.2.2. Pertinence et limites des indicateurs

**Aussi, en dehors de ce débat du rôle actif ou non de la comptabilité au travers de ses composantes, il semble donc fondamental de bien comprendre le rôle que chaque indicateur peut jouer (indépendamment et pris ensemble) dans la mesure de la création de la valeur et donc dans le jugement de sa performance.**

Ceux-ci peuvent être issus directement de la comptabilité de l'entreprise mais la plupart du temps ils sont la combinaison de critères comptables et extra comptables. L'on choisira tel ou tel indicateur selon que l'on souhaite évaluer la valeur patrimoniale créée par l'entreprise (la rentabilité totale pour l'actionnaire (TSR) par exemple est un indicateur sans origine comptable), ou bien sa performance financière (EVA®, ROE, ROA, dont les indicateurs sont tous d'origine comptables). Il existe plusieurs façons de catégoriser ces indicateurs de création de valeur. Nous nous référons ici au manuel de finance d'entreprise Vernimmen (Quiry et Le Fur, 2018), pour lequel les indicateurs permettant de mesurer la création de valeur sont avant tout classables selon leur nature : comptable, financière, hybride (mi comptable, mi financière) et boursière.

### 2.2.2.1. Les mesures comptables :

**Nous venons de le voir, l'apport de la comptabilité à la mesure de la création de valeur s'est fait graduellement dans le temps et s'est adapté aux évolutions des modèles stratégiques et économiques des entreprises, mais aussi et surtout à ceux de la valeur.**

Par exemple, jusqu'au milieu des années 80 il est courant pour des entreprises nationales et internationales sur leur territoire, de communiquer essentiellement sur la notion du résultat net et du bénéfice par action. Les attentes sont alors formalisées par la notion de profit et la comparaison des comptabilités sur le sol national est facilitée par les mêmes règles comptables et fiscales pour les entreprises (Quiry et Le Fur, 2001). L'internationalisation des entreprises, leur délocalisation dans des pays à bas coûts, et aujourd'hui la globalisation, couplés au caractère manipulable des résultats nets au regard des provisions et autres traitements comptables exceptionnels, ont permis de **déplacer le référentiel et surtout l'indicateur de mesure de la performance vers le résultat opérationnel ou résultat d'exploitation (EBE).**

Le caractère de comparabilité entre entreprises, auquel nous faisons référence plus haut, a ainsi retrouvé de son influence sur la mesure de la performance.

Nous nous intéressons ici aux indicateurs comptables les plus utilisés

- celui du bénéfice par action (BPA ou EPS (Earnings per Share)),
- et celui du taux de rentabilité comptable ou retour sur capitaux propres (RSCP ou ROE (Return On Equity)) :

**Le Bénéfice Par Action** est l'indicateur qui permet de connaître la création de richesse théorique pour l'actionnaire détenant des titres d'une société et pour un exercice fiscal donné (trimestriel, annuel). De façon très simplifiée, le BPA s'obtient en divisant le résultat net d'une société (profit après taxes) par le nombre d'actions dont elle dispose (en circulation).

**Il permet à un investisseur de tracer la création de valeur par l'entreprise sur un exercice comptable mais aussi la performance dans le temps, et de la comparer avec des placements alternatifs.** Il est regardé comme le critère le plus important pour jauger de la création de valeur. Il en résulte que les dirigeants peuvent être tentés dans une vision court-termiste, pour ne pas décevoir les marchés, de faire des choix comptables ou de mettre en place des stratégies financières pour maximiser ce chiffre<sup>77</sup>.

Il devient alors très difficile de comparer les entreprises sur une base similaire (« apple with apple »). Par ailleurs le BPA ne considère pas les flux de trésorerie et donc ne considère pas le risque de défaut ou d'insolvabilité de l'entreprise (risque d'impayés des factures clients) sauf à ce que l'entreprise ait correctement provisionné les paiements douteux). C'est aussi un ratio basé sur une information passée qui ignore l'inflation. Si le prix des biens et des services augmente d'une année sur l'autre, le BPA risque à son tour, de varier considérablement.

**Le taux de rentabilité comptable** est un indicateur d'efficacité ou de rendement des capitaux investis. Selon l'équation de Dupont, il est envisagé comme le ratio entre le résultat net annuel généré par l'entreprise et les capitaux propres.

L'intérêt de cet indicateur vient de ce que ses 3 composantes permettent à la fois de connaître

---

<sup>77</sup> Par exemple le recours à l'augmentation de capital qui génère une dilution de titres et diminue le BPA, ou encore l'effet Bootstrap d'une fusion ou une acquisition ou le rachat d'actions font mécaniquement augmenter le BPA alors qu'il n'y a pas de création de valeur mais une relution de titres.

- la marge nette (le résultat net/chiffre d'affaires);
- L'efficacité opérationnelle au travers de la rotation des actifs (le chiffre d'affaires/actifs totaux)
- et l'effet de levier du multiplicateur des fonds propres (actifs totaux/capitaux propres).

Plus simplement, **cet indicateur permet de connaître l'aptitude de l'entreprise à rentabiliser les capitaux engagés par les actionnaires, donc si elle est en mesure de créer de la valeur, et indirectement à les rémunérer** (si l'entreprise dégager une rentabilité au moins égale à celle du coût moyen pondéré du capital). **L'intérêt aussi du taux de rentabilité comptable (ROE)** vient du fait qu'il permet donc de mesurer la performance de la stratégie opérationnelle mise en place par le dirigeant (dans la maximisation de la marge nette, et la bonne utilisation des actifs créant la valeur), en même temps que sa stratégie financière (levier d'endettement et choix du rapport dette sur capitaux propres).

Par contre, **cet indicateur ne permet pas de prendre en compte la dimension du temps**. En effet le ROE ne reflète que les performances passées de l'entreprise et ne peut en aucun cas garantir l'efficacité future de l'entreprise. Il est toujours recommandé de mettre ce ratio en perspective avec une analyse qualitative de la compagnie et de ses concurrents, afin de mieux évaluer la performance potentielle future.

Par ailleurs, le ROE est un indicateur (ratio) facile à manipuler et notamment à la hausse.

- Une méthode consisterait à maintenir le même revenu net et à trouver le moyen de diminuer les capitaux propres, par exemple par un changement de durée d'amortissement des immobilisations, le test d'évaluation de la survalueur (goodwill), ou le rachat d'actions.
- L'autre consisterait à maintenir les capitaux propres au même niveau et de faire varier le résultat net. Par exemple, en omettant de prendre des provisions pour des dépenses de fin de l'année ou à l'inverse en prenant des provisions pour des revenus de clients fictifs et en les annulant l'année suivante, (Denglos, 2003). Il existe bien d'autres limites à l'utilisation d'un tel indicateur, l'objet de notre recherche étant de regarder globalement la pertinence et l'objectivité des indicateurs, cela pouvant se limiter à ces quelques exemples.

Un dernier indicateur comptable intéressant est le **taux de rentabilité de l'actif économique**. L'avantage de cet indicateur est qu'il permet d'éviter le biais créé par l'effet de levier de la



dette sur le ROE. En effet une augmentation de la dette par effet de levier, augmenterait artificiellement le ROE, ce qui n'a pas d'incidence sur le ROCE.

On constatera alors la création de valeur au cours d'une période, quand le ROCE sera supérieur au coût moyen pondéré des capitaux propres et de la dette (WACC : Weighted Average Cost of Capital). Néanmoins, comme tout indicateur comptable, cet indicateur présente les limites liées à ses composantes, et revêt un caractère manipulable (par exemple par les choix et changement de méthodes de dépréciations qui influencent le montant des immobilisations nettes).

Par ailleurs c'est un indicateur périodique, et selon la période dans laquelle on se trouve pour un cycle d'investissement donné, le ROCE aura tendance à augmenter mathématiquement au fur et à mesure que les immobilisations nettes baisseront.

**Aussi si l'information issue de la comptabilité est un support précieux d'aide à la décision, elle n'en reste pas moins une information partielle et quelque peu statique, au regard de la vision globale de la création au sein de l'entreprise.**

Partant de ce principe le dirigeant doit intégrer à ses choix stratégiques, les éléments de mesure tels que le risque, la croissance ou la pérennité sur le long terme, indicateurs de la valeur dite « économique » de son entreprise. Il lui faudra aussi considérer des indicateurs lui permettant de mesurer la création de valeur en fonction du rapport de la rentabilité du capital investi et du coût moyen pondéré du capital (Denglos, 2003, Quiry et Le Fur 2018).

#### 2.2.2.2. Les mesures financières et hybrides :

Elles sont de deux ordres

- **Les mesures hybrides (mi- comptables, mi- financières) :**

Dans le temps, le développement de certains concepts comptables clefs sont venus apporter, à la relation comptabilité-finance et permettre la prise en compte du risque ignoré par les critères du BPA utilisés jusqu'à présent.

L'histoire de l'amortissement par exemple, est comme nous l'indique Lemarchand (1993) très significative de cet enjeu lié à la création et au partage de la valeur et du rôle parfois clivant que va jouer la comptabilité dans cette équation. En amortissant un actif par une dotation aux amortissements comptabilisée en partie double, le dirigeant considère son futur remplacement alors que l'actionnaire n'y voit qu'un moyen de diminuer le résultat net de l'entreprise sur le nombre d'années correspondant à son usage.

A l'inverse pour l'instant ce que la comptabilité dans sa version moderne n'a pas encore réussi à faire, c'est notamment d'internaliser les éventualités liées aux opérations qui ont un impact fort sur l'environnement (extractions pétrolières, minières etc...) et donc à terme sur l'entreprise et sa création de valeur. Elle n'a pas non plus trouvé un mode de comptabilisation des « intangibles » et notamment de la réputation et des talents qui font la force et la très grande différence des entreprises technologiques d'aujourd'hui. Nous pouvons citer d'ailleurs les travaux de Sveiby (1998) et le moniteur des actifs intangibles qui met l'accent sur les dimensions de compétences individuelles, structure interne et externe des ressources. Ou encore les travaux de Hamel et Prahalad (1995) sur les compétences clefs dans une logique de gestion durable des ressources humaines, ainsi que le modèle de Morin, Savoie et Beaudin (1994, 2000) sur les critères de l'efficacité organisationnelle. La tentative menée dans les années 2000 de comptabilisation des ressources humaines s'est malheureusement soldée par un échec (HRA) (Roslender, 2001). L'espoir de faire du capital humain un actif au même titre que le capital financier, n'est pas abandonnée pour autant (Charolles, 2018).

Il y aurait aussi et sûrement un intérêt à valoriser dans les intangibles la réputation de l'entreprise, et par exemple les conséquences financières astronomiques pour Facebook après

l'affaire Cambridge Analytica. La réaction des marchés n'a pas été immédiate, loin de là. Il a fallu attendre quelques mois, quand M. Zuckerberg, finit par annoncer à la mi-année, que Facebook reconnaît que cela aura des conséquences sur ses investissements (protection des données, recrutements d'employés pour gérer la cyber-sécurité) et ses revenus (certains annonceurs ont annulé leur contrats), etc. L'entreprise perd alors 120 milliards de dollars sur les marchés financiers en une seule séance<sup>78</sup>, soit 19% de sa capitalisation boursière. Peut-être, une telle évolution de la comptabilité, jouerait-elle dans le sens de l'éthique et d'une plus grande responsabilisation des dirigeants dans l'appréhension des impacts des décisions stratégiques prises au sein de l'entreprise et des conséquences associées sur la protection de la valeur créée. Car si l'entreprise communique sur les prévisions de croissance, elle ne communique pas pour autant sur le niveau de prise de risques associés et sur la destruction de valeur.

**En conséquence, des nouveaux indicateurs dits « hybrides » plus représentatifs de la réalité économique de l'entreprise, sont alors venus combler l'absence de la prise en compte des risques des indicateurs comptables purs.**

Pour évaluer cette valeur dite économique d'une entreprise l'approche habituelle consiste à calculer la valeur actualisée de ses futurs flux de trésorerie disponibles pour les fournisseurs de capitaux de l'entreprise (Free Cash-Flow to the Firm). Une alternative se trouve dans le calcul de la valeur actualisée des profits économiques de l'entreprise ; **le CFROI ou Cash-flow Return on Investment** développé par le cabinet McKinsey (1990). Tout comme l'EVA, il est un indicateur « hybride » car à la différence du BPA et du ROE, il s'appuie sur l'hypothèse que le prix des actions boursières est indexé sur le cash-flow d'une entreprise, plutôt que sur ses bénéfices (BPA) ou sa performance (ROE).

Le CFROI s'entend comme le taux de rentabilité interne des investissements fait par l'entreprise. Il pourrait être assimilé au ROI (return on Investment) mais à la différence, le CFROI est un ratio global de création de valeur, non spécifique à un projet de l'entreprise (comme l'est le ROI). Le CFROI s'exprime en rapportant les rendements générés aux fonds propres tout en tenant compte de l'amortissement. Dans sa version originelle, le CFROI correspond donc à la moyenne des taux de retour sur investissements courants dans l'entreprise. La mesure de la création de valeur se fait alors en comparant le CFROI au coût moyen pondéré du capital (CMPC, ou WACC) de l'entreprise.

---

<sup>78</sup> [https://www.lesechos.fr/26/07/2018/lesechos.fr/0302035846048\\_bourse---facebook-a-perdu-plus-de-100-milliards-en-une-seance--du-jamais-vu.htm](https://www.lesechos.fr/26/07/2018/lesechos.fr/0302035846048_bourse---facebook-a-perdu-plus-de-100-milliards-en-une-seance--du-jamais-vu.htm)

**S'il est supérieur au WACC il y a création de valeur, et plus ce ratio est élevé, meilleure est la gestion des actifs, et plus la valeur de l'entreprise progresse.** L'avantage de cette méthode est qu'elle n'est pas impactée par les traitements comptables des provisions (elle est basée sur les cash-flows), et son calcul prend en compte l'estimation de l'inflation. L'indicateur permet alors de calculer le retour sur capitaux employés pour l'ensemble des pourvoyeurs de financement (banques y compris) et pas seulement pour les actionnaires.

Enfin, et c'est l'avantage de tout ratio (exprimé en pourcentage), il permet une meilleure comparabilité entre les entreprises puisque cette mesure ne dépend pas de la valeur des investissements.

Par contre, outre, les limites liées aux difficultés de son calcul (il faut estimer au plus juste les futurs cash flows des investissements en cours et futurs), **le CFROI présente une limite conséquente** liée au taux de réinvestissement. En effet, **pour deux projets ayant la même VAN mais des cash flows différents et un horizon temporel différent, le CFROI (comme l'IRR) ne permettra pas d'identifier le projet le plus intéressant. Cela peut engendrer des décisions contraires à l'intérêt de l'entreprise et à la création de valeur.**

Toujours dans l'esprit de permettre une meilleure représentativité de la notion de valorisation économique de l'entreprise, **l'économic added valeur (EVA®)** est un concept dont la paternité est attribuée au cabinet de conseil Stern & Stewart (1984,1991), et qui trouve son inspiration dans les travaux économiques d'Alfred Marshall sur le profit économique (PE), (Albouy, 2006). Quiry et Le Fur (2018) expliquent « *L'innovation de l'approche du profit économique ou de l'économic added value (EVA®) consiste à dégager un niveau de résultat à partir duquel de la valeur est créée puisque ce dernier est calculé après rémunération des créanciers et des actionnaires sur les fonds qu'ils ont apportés à l'entreprise.* » Caby et Hirigoyen (1997) montrent que le modèle EVA® s'inscrit dans le prolongement des travaux de Modigliani et Miller (1958, 1961, 1966). Elle permet, sur un marché en équilibre, de quantifier le lien entre le degré de risque et le surcroît de rentabilité exigée par les investisseurs.

En effet, le principe de l'EVA® ajoute à cette notion de Profit Économique, le fait que le dirigeant est le mandataire des actionnaires auxquels il se doit de justifier l'utilisation des capitaux propres investis par ces derniers dans l'entreprise (Rappaport,1986). Le dirigeant se doit alors d'investir dans des projets qui rapportent plus que le coût moyen pondéré du capital de l'entreprise (dette et capitaux propres), indicateur que les actionnaires appréhendent d'ordinaire comme le coût d'investissement sans risque. Autrement dit, et à la différence du

résultat net comptable qui ne prend en compte que les revenus et les coûts incluant le coût de la dette, l'EVA® revêt un caractère plus « financier » en ce sens que cette mesure de la création de valeur prend en compte le coût des capitaux propres et le taux de rentabilité escompté par les actionnaires, vis-à-vis du risque du capital investi dans l'entreprise. Cette mesure est assimilée à une valeur ajoutée (ou aussi valeur résiduelle) nette de toute dépense y compris celle de la rémunération des créanciers (dette) et actionnaires (fonds apportés).

**Une EVA® positive implique alors et a priori une création de valeur justifiée par un ROIC>WACC et à l'inverse un résultat négatif, une destruction de valeur pour l'entreprise.** Cette mesure intuitive de la performance financière de l'entreprise devient un outil de décision pour les dirigeants qui peuvent prendre des actions correctives sur leurs investissements en fonction des résultats de l'EVA®.

En 1993, le magazine Fortune qualifie l'EVA® de « *real key to creating wealth* ». Dans le même temps, l'EVA® semble revêtir un caractère de mesure de la performance individuelle du dirigeant dans le sens où elle formalise l'impact chiffré (la quantification) de ses choix stratégiques d'investissement et permet d'y associer une récompense-sanction. En 1998, à ce propos, le P-DG de Lafarge, confirme : « *Désormais tout investissement majeur est examiné à l'aune du critère de l'Economic Value Added. Mais nous prévoyons d'aller plus loin en liant la rémunération de plusieurs centaines de cadres dirigeants à la satisfaction des objectifs EVA®* »<sup>79</sup> (Cité par Albouy, 2006).

**Une des limites importantes de l'EVA®, provient de l'obligation d'effectuer de nombreux retraitements** (du moins à l'origine du concept) afin de corriger les limites connues de la comptabilité à représenter la réalité économique de l'entreprise (Denglos, 2003). Ces retraitements portent alors sur les éléments comptables comme la recherche et développement, les provisions pour risques et charges, les contrats de crédit-bail assimilables à des contrats de location, les pertes ou gains de sociétés mises en équivalences, les intérêts minoritaires et enfin les écarts d'acquisition aussi appelés le goodwill/badwill (survaleur/sous-valeur) et ses dépréciations associées.

Les avancées faites depuis par l'IASB pour permettre aux IFRS de coller au plus près de la réalité de l'entreprise et notamment de permettre la comparaison des entreprises entre elles, trouvent écho par exemple dans le retraitement qui concernait le crédit-bail assimilable à des contrats de location (IFRS 16, leasings).

---

<sup>79</sup> L'Expansion, n° 576,25 juin-8 juillet 1998.

**Une autre limite significative de l'EVA® provient de son calcul fait sur une base annuelle, de-facto court termiste**, et donc son incapacité à démontrer la création de valeur sur le long terme. En effet, une EVA® positive une année ne permet pas d'affirmer que la création de valeur est assurée sur le long terme (Albouy, 2006). Dans le cas de décision d'investissement à prendre par le dirigeant il est très rare que celle-ci se résume à l'unité calendaire.

**Une dernière limite enfin, a été son incapacité à gérer la distinction entre création de valeur stratégique et création de valeur financière** (Denglos, 2005), ce qui dans le temps présent démontre la limite d'un modèle tout actionnaire. En effet, une façon de maximiser son EVA® peut résulter d'un sous-investissement en R&D, qui sur le long terme se révèle pénalisant pour l'innovation, moteur de la pérennisation de l'entreprise dans son marché concurrentiel. Inversement cet indicateur n'a pu permettre de justifier, par exemple, pourquoi en Mai 1995 Bill Gates décida de prendre un virage à 180 degrés dans sa stratégie d'entreprise (Ampuero et Al, 1998). Dans une longue lettre à ses employés pour s'expliquer de sa décision, pas d'EVA® ou d'indicateurs financiers, mais ces simples mots : « *The next few years are going to be very exciting as we tackle these challenges are opportunities. The Internet is a tidal wave. It changes the rules. It is an incredible opportunity as well as incredible challenge I am looking forward to your input on how we can improve our strategy to continue our track record of incredible success.* » (cité par Ampuero et Al, 1998).

**Enfin, dans le temps cet indicateur s'est avéré être un excellent outil marketing et de communication (Quiry et Le Fur, 2018)** à la disposition des protagonistes de la relation d'agence et facilement utilisable à tous les niveaux d'une organisation pour justifier les décisions stratégiques d'investissement et le système de valorisation des revues de performances individuelles du top management. Mais compte tenu de la pression concurrentielle que les entreprises subissent aujourd'hui, force est de constater qu'elle n'est plus référente en termes de mesure de création de valeur et qu'« *une série d'EVA® positives ne peut signaler que deux choses : ou bien une situation de monopole plus ou moins temporaire (ex un nouveau produit, ou une nouvelle technologie mis(e) sur le marché) ou bien une mauvaise estimation du coût du capital* » (A. Mandron<sup>80</sup>, cité dans Vernimmen 2018, p623). L'EVA® semble elle aussi largement manipulable. Charreaux et Desbrières (1998) quant à eux,

---

<sup>80</sup> 1998, EVA®, cash flows and the WACC : a critical examination, an alternative metric, dans Cahier de recherche (École des hautes études commerciales (Montréal, Québec)), no 98-15.

qualifient la MVA ainsi que l'EVA® de « *simples avatars de la VAN* ». Voyons donc ce qu'ils entendent par VAN.

- **Les mesures financières :**

Ces indicateurs de mesure de la performance financière ont vu le jour avec le développement dans la finance néoclassique de la notion de rentabilité, et de coût du capital investi dans l'entreprise (Modigliani et Miller 1963, Jensen et Meckling 1977). Dans les années 70, on entre **dans une période où les entreprises « s'inter-nationalisent »** (Martinet, 2002, 2009), notamment pour réduire leurs coûts de production, et traduisent **un besoin de financement grandissant. Elles ouvrent leur capital à l'actionnariat et la performance s'apprécie alors dans l'efficience** ; système de mesure où il n'est plus suffisant de générer du profit (des bénéfices). L'entreprise et son dirigeant, au regard de la rentabilité, doivent alors démontrer que la profitabilité est optimale dans le rapport des quantités produites et des coûts d'utilisation des ressources et notamment celui des ressources financières (dettes et capital) utilisées pour engendrer la production. La valorisation des flux futurs générés par l'utilisation (à aujourd'hui) de la trésorerie nécessaire (cash-flows) à l'investissement font désormais partie de l'équation. Dans cette acception, **l'entreprise devient alors créatrice de valeur ou rentable quand sa rentabilité économique est supérieure aux attentes de rendement des investisseurs (coût du capital), et intègre le risque dans la notion d'actualisation des flux futurs.**

Avec la notion de rentabilité, l'introduction des indicateurs de performance financiers a pour objectif de venir combler les lacunes connues de l'information comptable que nous avons abordées plus haut. On assiste alors à une réorientation de la communication qui traduit les changements de son statut vers la « mesure du management ». « Si le management est un art, son expression la plus achevée réside probablement dans la création de valeur. Encore faut-il pouvoir la mesurer... » (Denglos, 2003). Il est par ailleurs très important de noter que ces nouveaux indicateurs ne sont pas issus des organismes de normalisation comptables, mais relèvent exclusivement de l'initiative opportuniste de cabinets de conseil privés qui profitent du vide juridique et normatif qui entoure le reporting financier pour patenter des concepts marqués mais définitivement préexistants<sup>81</sup>. Drucker dit d'ailleurs à ce propos « *there is*

---

<sup>81</sup> Par exemple Arthur Andersen et le SVA (Shareholder Value Added), Price Waterhouse Coopers brevète le ValueBuilder 1TM, Stewart & Co et l'EVA, MVA, HOLT Value Associates et le CFROI, etc...

*no profit unless you earn the cost of capital. Alfred Marshall said it in 1896, Peter Drucker said that in 1954 and in 1973, and now EVA® has systematized, thank God” (Drucker, 1998).*

Ces « nouveaux »<sup>82</sup> indicateurs de mesure de la performance financière se développent en nombre et doivent permettre principalement de comparer les résultats générés par les activités de l’entreprise en rapport des moyens financiers mis à sa disposition. L’intérêt est double puisqu’ils tentent aussi de pallier les insuffisances des grandeurs comptables classiques (résultat net, capitaux propres) ou soldes intermédiaires de gestion.

Nous allons donc nous intéresser en particulier à un indicateur financier plus récent, que Quiry et Le Fur décrivent comme le meilleur critère qui traduit parfaitement bien la notion de rentabilité vis-à-vis du coût du capital investi ; **la Valeur Actuelle Nette (VAN ou NPV, Net Present Value en anglais).**

Cette valeur repose sur un principe fondamental : Un euro aujourd’hui vaut plus qu’un euro demain. Donc prendre la décision d’investir ou de faire une allocation de ressources dans l’entreprise, relève pour le dirigeant d’un calcul précis sur les flux futurs de trésorerie corrélés au risque de la prévision, et du taux de rentabilité exigé du capital, par les actionnaires de l’entreprise. **Ce concept a été introduit au début des années 80 et consiste pour le dirigeant d’entreprise cotée à décider d’investir à partir du moment où la Valeur actuelle nette (VAN) d’un investissement est supérieure à zéro.** A savoir, sur la base d’un taux de rentabilité exigé du capital (TIR) qui permettra l’actualisation des cash flows futurs de cet investissement tout résultat de la  $VAN > 0$  permettra de conclure qu’un investissement va générer de la valeur pour l’entreprise. Par ailleurs lorsque le coût de l’investissement est juste compensé par les flux de trésorerie actualisés, ce taux d’actualisation correspond alors au taux de rentabilité interne (TRI), et la VAN est nulle. Il n’y a alors aucun intérêt à faire un tel investissement pour le dirigeant.

Existe-t-il une limite à ce concept de VAN ? La première qui est assez dérangeante concerne le fait que cette valeur est difficilement utilisable de façon opérationnelle. En effet, les flux de trésorerie future de chaque centre de profit de l’entreprise ne sont pas toujours disponibles (du

---

<sup>82</sup> Nous passons ici sur les indicateurs de mesure développés dans les années 1960\_1970. Par ex les indicateur ex ante comme le ratio Q de Tobin, le ratio de Marris, dont le principe est la quantification prévisionnelle, et les indicateurs ex post (théorie du portefeuille) comme l’indice de Sharpe et l’indice de Treynor, et l’indice Alpha de Jensen, dont l’objectif est l’évaluation de la performance réalisée (Charreaux, 1998). Ils ont en commun deux limites majeures, « l’ignorance du rôle incitatif des mesures et leur caractère réducteur, limité à la seule relation actionnaires/dirigeants » (Charreaux, 1998) et sont antérieurs aux indicateurs « modernes » (1990) de la création de valeur que nous souhaitons aborder.



moins sur le moyen à long terme). Le résultat de calcul de la VAN est alors grandement conditionné par des périodes prévisionnelles choisies par la direction tandis que dans les faits le périmètre d'un centre de profit est rarement constant sur le moyen à long terme.

Par ailleurs même si la VAN est un outil très important pour déterminer les choix d'investissement du dirigeant, ce dernier ne l'utilisera pas pour sa communication financière au risque de divulguer des informations confidentielles tel le cout moyen pondéré du capital de son entreprise (CMPC ou WACC en anglais). Cela reviendrait alors à prendre de façon publique des engagements de performance qui sont dépendants de facteurs externes qu'il ne maîtrise pas toujours.

Par ailleurs, **la limite de cet indicateur de la création de valeur réside dans le fait qu'il vient masquer certains indicateurs beaucoup plus concrets de liquidité, solvabilité et surtout de risques.** L'importance de ces données a longtemps été éludée au profit d'indicateurs utilisés pour communiquer avec la communauté financière tels que la croissance du nombre d'abonnés, les parts de marchés, le revenu par abonné... informations sensées donner aux actionnaires des perspectives de création de valeur pour le futur. Mais dans le même temps, les investisseurs auraient ils oublié le principe comptable de prudence ? L'exemple de la dégringolade du groupe Altice (ex SFR) en 2017 est significatif. C'est seulement à l'automne 2017 que les analystes prennent conscience du potentiel surendettement de l'entreprise (52 milliards de dettes à la date de la publication des résultats du troisième trimestre 2017). La réaction a lieu quand l'entreprise confirme qu'elle perd des parts de marchés dans son segment télécom (qualifié dans les journaux d'hémorragie d'abonnés)<sup>83</sup> suite à des problèmes techniques sur les lignes SFR, le retard de la 4G, et l'augmentation unilatérale du prix des abonnements SFR. Il s'en suit une correction boursière (-23% en une séance) qui pourtant aurait pu être faite bien plus tôt dans l'année. Étonnamment, le marché n'a pas pris conscience du risque de défaillance financière jusqu'à l'automne, pourtant rembourser une dette colossale ne représente pas le même effort quand la croissance d'une entreprise est nulle ou quand elle est de 10% (où sont les prévisions internes avec scenarii « optimiste », « pessimiste », et « réalisable » des analystes ?)

---

<sup>83</sup> Avec 5,7 milliards d'euros encaissés, le chiffre d'affaires a reculé de 1,8 % globalement.  
[https://www.lesechos.fr/03/11/2017/lesechos.fr/030822293706\\_sfr-en-difficulte--altice-plonge-en-bourse.htm](https://www.lesechos.fr/03/11/2017/lesechos.fr/030822293706_sfr-en-difficulte--altice-plonge-en-bourse.htm)

### 2.2.2.3. Les mesures boursières :

**Contrairement aux indicateurs de performance économique qui traduisent une performance passée, ces indicateurs ont ceci de particulier qu'ils traduisent l'anticipation de la future création de valeur boursière au travers de la prise en compte du cours de l'action.** Selon Quiry et Le Fur (2018), les indicateurs boursiers comme le Total Shareholder Return (TSR) ou le Market Value Added (MVA), sont des d'outils de mesure de la création de valeur à forte volatilité. Les auteurs déconseillent de les utiliser sur des longues périodes afin d'éviter le biais des fluctuations boursières qui les déconnecteraient de la réalité de l'entreprise pour laquelle on souhaite mesurer la création de valeur organique.

**La Market Value Added (MVA) représente pour les actionnaires un indicateur de la richesse accumulée depuis l'introduction en bourse d'une entreprise.** Le cabinet McKinsey qualifie ce rendement « intensité de création de valeur » définie comme la création de valeur pour l'actionnaire par unité monétaire (dollar, euro, etc.) (cité par M.Saias et J.Greffeuille, 2009, p53). Elle correspond à la capitalisation boursière d'une entreprise nette des capitaux investis. Cet indicateur « ni-ni » est difficile à utiliser pour les investisseurs car son calcul ne correspond ni à une valeur ex-ante, ni à une valeur ex-post contrairement au TSR.

**Total Shareholder Return (TSR) :** la paternité de cet indicateur revient à un autre cabinet de conseil en stratégie financière, le Boston Consulting Group (BCG), qui a développé **un modèle permettant aux actionnaires de connaître le retour sur investissement de leurs actions souscrites dans une entreprise.** (Caby et Hirigoyen, 2013) Ce modèle est principalement focalisé sur la création de valeur pour l'actionnaire, le principe étant que cette dernière dépendra de l'évolution du cours de l'action et de la valeur capitalisée des dividendes.

L'indicateur du TSR, qui s'exprime en pourcentage, correspond à l'addition du taux de rendement de l'action et du taux de plus-value (Quiry et le Fur, 2018). L'actionnaire constatera une création de valeur si ce taux de rendement de l'action réel, est supérieur au taux de rendement attendu.

Le TSR est donc, contrairement à la MVA, à la fois un indicateur ex ante car il permet d'obtenir le taux de rentabilité espéré pour l'actionnaire, mais aussi un indicateur ex post, dans le sens où il permet de se retourner sur le passé et d'obtenir la rentabilité (hors inflation) de l'investissement de l'actionnaire (Denglos, 2003).

**Pour autant, la principale faiblesse de ces deux indicateurs vient de leur « caractère ambivalent ». En effet, ils peuvent faire apparaître une destruction de valeur dans une entreprise<sup>84</sup> alors même qu'elle dégage une rentabilité supérieure au coût du capital. A l'inverse, dans le cas d'une bulle spéculative ou d'une euphorie boursière, une entreprise aux performances médiocres peut très bien afficher un TSR et une MVA flatteurs.**

Bien sûr cette ambivalence sera lissée dans le temps mais dans l'intervalle, cela peut fournir un mauvais signal aux investisseurs potentiels.

Plus que de l'ambivalence, Charreaux (1998) parle lui du « caractère pervers » de ces indicateurs de performance boursière et justifie ce qualificatif par :

- (Au conditionnel) la notion de la juste valeur basée sur la « valeur de marché » serait critiquable en soi, puisqu'elle se baserait sur l'efficacité des marchés financiers. Or, les flux les plus lointains ne seraient qu'imparfaitement valorisés par les marchés, induisant un sous-investissement des actifs reconnus au bilan, à la « juste valeur ».
- Le principe de la rémunération du dirigeant basée sur la valeur boursière de l'entreprise est une incitation à manipuler les flux et les informations dans le sens de la maximisation du prix de l'action.
- Enfin, entre la volatilité des marchés financiers et leur réactions parfois surprenantes comme nous l'a démontré Keynes dans le concours de beauté. On ne cherche pas à élire « la plus belle » des participantes, il y a pour ce faire trop de critères subjectifs non unanimes, mais celle qui créera le consensus (la majorité) sur le critère de la beauté acceptable par tous. Aussi des indicateurs qui semblent échapper la plupart du temps, au contrôle du dirigeant, ajoutent à la difficulté de démontrer le lien entre compétences du dirigeant et la mesure de la performance boursière.

En France, l'utilisation de ces critères boursiers restent marginaux. En 2005, Levratto et Paulet constataient dans leur recherche que « *l'Oréal était alors une des rares entreprises françaises à calculer un TSR sur 1 et 5 ans* » alors qu'a priori le TSR était un indicateur plutôt utilisé par les anglo-saxons. En 2015, Agbodjo dans son article « *Déterminants de la divulgation volontaire sur la création de valeur actionnariale : cas des sociétés du SBF120* », conclut que « *l'étude quantitative qui consiste à l'analyse de contenu des rapports annuels de 84 sociétés du SBF120 en 2010 montre que les informations divulguées portent davantage sur les indicateurs comptables de performance (résultats opérationnels, bénéfice, dividende) et sur la valeur de*

---

<sup>84</sup> Par exemple avec la baisse des estimations de profits futurs.

*l'action. Les informations sur la rentabilité et les « mesures théoriques » de CVA sont divulguées de façon marginale ».*

## 2.3. Quelle mesure pour quelle valeur ?

### 2.3.1. Ces indicateurs relèvent-ils d'une lecture idéologique de l'entreprise ?

C'est la question posée par Levratto et Paulet (2005) dont la contribution s'est attachée à corrélérer gouvernance et information financière des entreprises<sup>85</sup>.

Dans l'énumération des indicateurs faite supra, il semble que le cadre référent de tout indicateur de performance trouve son origine dans les facteurs :

- Du coût d'opportunité des capitaux investis par l'actionnaire
- De la prime de risque associée à un investissement.

Tout le problème de ce cadre traditionnel est que la mesure de la création se fait uniquement à des fins d'allocation des capitaux et donc au profit exclusif de l'actionnaire. Les facteurs utilisés semblent ignorer la confrontation de l'intérêt individuel des apporteurs de capitaux (actionnaires) à ceux des intérêts collectifs des autres parties prenantes de l'entreprise. Ils semblent ignorer le caractère incomplet de la relation de ces indicateurs. Charreaux<sup>86</sup> nous l'explique très justement *« la valeur créée qui trouve son origine dans le flux de rentes sécrété par la firme, revient exclusivement aux actionnaires, les autres participants (créanciers, salariés, fournisseurs...) au processus de création de valeur étant censés recevoir par contrat la rémunération d'équilibre fixée sur le marché de la ressource qu'il apporte. »* Tout le problème se trouve dans la résolution triviale de la relation contractuelle avec les parties prenantes (hors actionnaires), prenant en compte l'hypothèse de la relation contractuelle pour

---

<sup>85</sup> Elles ne sont pas les seules, Albouy, Charreaux et Desbrières, PY Gomez, et bien d'autres ont aussi contribué à répondre à cette question.

<sup>86</sup> Dans Charreaux (1998) "[Le point sur la mesure de performance des entreprises](#)," [Working Papers CREGO0980401](#), Université de Bourgogne - CREGO EA7317 Centre de recherches en gestion des organisations.

« résoudre les conflits portant sur l'appropriation ex post de la création de valeur, en raison des limites de la rationalité et de l'incertitude » (Charreaux, 1998), laissant le champ de la création et de la répartition de la valeur exclusivement à l'actionnaire.

**Ce que l'on devrait trouver dans ces indicateurs, c'est une capacité à mesurer de façon objective la création de valeur par l'entreprise et ce que l'on se rend compte c'est que potentiellement chacun peut s'améliorer au détriment d'un actif stratégique pour l'entreprise.**

Cette notion de « création de valeur » finalement ni commune ni fédératrice des parties prenantes, permet alors à la communauté financière, de s'engouffrer dans l'entreprise et d'influencer les stratégies des dirigeants dans le sens de la relation d'agence. « *L'emprise de la communication financière, (...) s'est effectuée dans un contexte où la « création de valeur » devenait le leitmotiv de la relation entre l'entreprise et les investisseurs. Non définie théoriquement, mal cernée empiriquement, cette dernière demeure l'idée force de la finance moderne, la multiplication des indicateurs (EBIT, EBITDA, EVA®, ROCE, ROE, ROI, ROA, CFROI, MVA...) donnant moins matière à remettre en cause le cadre et le contenu qu'à justifier l'importance d'un comportement Shareholder friendly* » (Levratto et Paulet, 2005).

Même si cela a été vrai dans les années 1980 et 1990, retenir aujourd'hui, la création de valeur comme guide pour orienter les choix stratégiques, sur la seule base des indicateurs financiers, eux-mêmes résultants de convention financières partagées par un petit nombre de la catégorie des « actionnaires », impose au dirigeant des contraintes qui ne sont plus viables dans le contexte capitalistique actuel. Les inégalités qui en résultent démontrent la limite du système focalisé sur une seule et unique partie prenante : l'actionnaire et une notion de performance qui oublie des impacts majeurs. « *La performance peut alors finalement être considérée comme un mode de construction des frontières entre le “ dedans ” au regard du “ dehors ” de l'organisation, d'où l'importance performative du recours à la notion* » (Pesqueux, 2004).

### 2.3.2. En quoi la création de valeur par les parties prenantes n'est-elle pas correctement prise en compte et reportée ?

Force est de constater qu'en s'appuyant seulement sur « *l'intensité de la valeur créée nait de la différence entre la rémunération offerte aux bailleurs de fonds et le coût d'opportunité des capitaux qu'ils ont investis, ce coût étant le plus fréquemment établi à partir du cout moyen pondéré du capital* » (Denglos, 2003).

Le dirigeant joue alors le jeu des marchés financiers et de l'augmentation de sa rémunération en se focalisant sur les moyens stratégiques permettant d'augmenter ce rapport. Dans l'intervalle, la finalité des investisseurs n'est pas tant dans l'évaluation des entreprises mais plutôt dans la recherche de la conversion de la création de valeur en liquidité (Orléan, 1999).

**Considérant alors que la création de valeur pour l'entreprise est assimilée systématiquement à la création de valeur pour l'actionnaire, des chercheurs** comme Charreaux & Desbrières (1998) **ont tenté de rétablir l'équilibre entre les différentes parties prenantes de l'entreprise au travers de l'élargissement de la notion création de valeur, au concept de VP.** Cette mesure reposerait sur la globalité de la création de valeur par les différentes parties prenantes de l'entreprise et trouve son origine dans les différents travaux de :

- Brandenburger et Stuart (1996) : inspirés par la chaîne de valeurs de Porter et l'appropriation de la valeur créée.
- Myers (1990) : sur la richesse des entreprises (« corporate wealth »)
- Cornell et Shapiro (1987) : sur le capital organisationnel

La capacité pour l'entreprise à créer de la valeur se trouve alors dans le rapport de minimisation du coût explicite formé par le prix payé au fournisseur apporteur de ressources, la rémunération des employés et dirigeants, des prêteurs, des actionnaires, tandis que de l'autre côté elle cherche à maximiser le prix d'opportunité (de vente) que payera le client. Le résidu que les auteurs qualifient de « **slack managérial** » représente la latitude dont dispose le dirigeant dans son choix de redistribution (ou partage) de la valeur créée entre les différentes parties prenantes. Bien entendu, on s'attend à ce que ce partage se fasse en fonction de la contribution de chaque partie prenante à la création de valeur.

Cependant en témoignent la lettre Vernimmen (Quiry, Le Fur), relayée par les Échos début janvier 2019<sup>87</sup>, la notion de partage semble discutable. En effet, les entreprises du CAC40 ont versé en 2018 à leurs actionnaires 57,4 milliards d'euros, soit environ 13% de plus qu'en 2017, environ 4% de plus que l'augmentation mondiale relevée par l'étude du gestionnaire d'actifs Janus Henderson<sup>88</sup> à l'automne 2018, celle-ci étant de 9%. Cette générosité envers les actionnaires, n'était pas arrivée en France depuis 10 ans et dans le même temps les investissements internes, l'augmentation des salaires, et le paiement de l'impôt et taxes, ont subi une variation inversement proportionnelle.

De leur côté Figge et Schaltegger (2000) ont développé le concept de **Valeur ajoutée partenariale (VAP)**. Les chercheurs ont défini que « *la valeur ajoutée par chacune des parties prenantes (VAP) est la différence entre le rendement des parties prenantes et le rendement moyen des parties prenantes sur le marché (coût d'opportunité) multipliée par les coûts engendrés par la relation parties prenantes* » (cité par Yahchouchi (2007)). **La valeur créée par les parties prenantes est ainsi le reliquat après rémunération de toutes les parties prenantes.**

Les auteurs indiquent que cet indicateur n'aura de sens que s'il existe une bonne qualité dans la relation qui lie l'entreprise (et donc de son dirigeant) à ses parties prenantes.

**L'élaboration de ce nouveau paradigme de la valeur ajoutée pour les parties prenantes et sa mesure, est loin d'être achevée. Pour autant la question qui se pose est de savoir s'il y a alors nécessité de reporter des indicateurs non financiers pour mesurer la création de valeur de façon plus globale et moins centrée sur l'actionnaire ?**

En dehors du fait que de nos jours, seul ce qui est mesuré, attire suffisamment l'attention et la considération des décisionnaires (Gori, 2011, Drucker, 1967), la vision actuelle de l'entreprise comme un ensemble de parties prenantes contribuant à la création de valeur, tient de mieux en mieux compte de son caractère pluriel (Vatteville, 2008). Aussi « *On ne saurait trouver les principaux indicateurs de performance des entreprises dans les seules données financières. Qualité, satisfaction des clients, innovation, part de marché : des grandeurs de ce type reflètent*

---

<sup>87</sup><https://www.lesechos.fr/finance-marches/marches-financiers/0600475095942-les-groupes-du-cac-40-ont-verse-574-milliards-deuros-a-leurs-actionnaires-2234846.php>

<sup>88</sup>[https://www.gestiondefortune.com/attachments/article/5666/Janus%20Henderson\\_Rapport%20sur%20les%20dividendes\\_Q3\\_2018.pdf](https://www.gestiondefortune.com/attachments/article/5666/Janus%20Henderson_Rapport%20sur%20les%20dividendes_Q3_2018.pdf)

*mieux les conditions économiques et les perspectives de croissance d'une entreprise que ses bénéfices publiés* » (Eccles, 1999, cité par St Pierre, Lavigne et Bergeron, 2011)

**Cette réalité est tout à fait compréhensible et envisageable, mais de fait, dans la littérature académique, les indicateurs non financiers sont principalement envisagés par opposition aux indicateurs financiers, car ils ne traduisent pas directement l'objectif financier comme peuvent le faire les indicateurs que nous avons vus (EVA®, ROI, etc).**

Or, il est un fait établi maintenant, les frontières de l'entreprise sont de plus en plus poreuses et les échanges de valeur avec son environnement ne peuvent plus être ignorés et, doivent idéalement être quantifiés (taxe carbone par exemple). Par ailleurs, le caractère non « agrégable » des indicateurs non financiers (par oppositions aux indicateurs financiers que nous venons de détailler plus haut) a probablement justifié leur difficile existence dans les rapports annuels en tant qu'indicateurs d'une évaluation arithmétique globale. (St Pierre, Lavigne et Bergeron, 2011) mais ceci est en train de changer, nous le verrons plus loin avec les critères ESG<sup>89</sup> et le reporting intégré.

Les déterminants qui justifient l'utilisation des indicateurs de performance non-financiers par exemple, avec les tableaux de bord prospectifs (aussi appelé scorecard dashboards, Kaplan et Norton, 1992, Kaplan 2009), renvoient (mais pas seulement), à l'une des limites connues de la comptabilité et des états financiers que nous avons déjà évoqués et qui veut que certains éléments intangibles de la valeur créée dans l'entreprise ne soient pas pris en compte dans les états financiers. Ils ne traduisent donc pas la réalité des risques encourus, de la stratégie mise en place par les dirigeants et surtout de la nécessaire collaboration interne pour y arriver<sup>90</sup>.

Ceci est particulièrement flagrant pour l'économie du savoir mais aussi pour les entreprises technologiques et récemment les « network orchestrateurs » nés dans les années 2010 (Air Bnb, Uber, etc...). En effet, comment considérer le principe de continuité de l'exploitation sans prendre en compte la loyauté des clients, l'engagement des employés, l'agilité des processus internes de l'entreprise et la capacité d'adaptation aux incertitudes du monde d'aujourd'hui, ou encore son degré d'innovation ?

Dès le début des années 2000, années charnières qui permettent de regarder en arrière sur 10 ans une économie qui s'est financiarisée, Inner et Larcker (1998) ou encore Banker et Al (2001)

---

<sup>89</sup> ESG sont les acronymes de Environnementaux, Sociaux et de Gouvernance. <https://www.novethic.fr/lexique/detail/esg.html>

<sup>90</sup> Lire à ce sujet R. Thomas, **Collaboration as an Intangible Asset**, HBR, Juin 2011. <https://hbr.org/2011/06/collaboration-as-an-intangible>



dans leurs recherches obtiennent déjà des conclusions similaires sur le fait par exemple que la satisfaction client fait définitivement partie de la performance financière des entreprises et pourtant elle est ignorée dans les indicateurs comptables couramment utilisés pour reporter la performance globale de l'entreprise.

L'utilisation d'indicateurs non financiers fait aussi référence aux critères de qualité, de flexibilité, de fiabilité ou de rapidité, aspect qualitatif et parfois subjectif de la création de valeur et de la mesure de la performance.

Ainsi de nombreux chercheurs insistent sur l'utilité des indicateurs non financiers pour :

- **Faciliter la mise en œuvre de la stratégie et la cohérence de sa mise en œuvre par l'organisation.** En effet, s'il est assez clair pour un directeur des ventes/marketing de comprendre quelle sera sa contribution à la mise en œuvre de la stratégie d'augmentation des parts de marchés d'un certain pourcentage, cela pourra paraître moins évident pour le directeur des achats. Et pourtant son rôle dans la gestion et l'ajustement d'un stock adéquat, permettant l'augmentation des ventes par le directeur des ventes et marketing, est fondamental. Aussi avec ces indicateurs non financiers chacun est alors capable de comprendre son rôle et sa contribution dans la mise en œuvre de la stratégie, pour une création de valeur globale par l'organisation.
- **Dans une approche plus cognitive, permettre de rapprocher les comportements des individus et les valeurs de l'entreprise.** Il sera, en effet, intéressant pour l'entreprise qui fait la promotion de l'éthique du "care" (ou éthique de la sollicitude) de mettre en place des critères non financiers permettant de récompenser les individus performants en dehors du seul intéressement financier. Par exemple, avec la participation des talents identifiés à des déjeuners avec le CEO ou un membre du Comex pour partager leur ressenti sur le terrain, être force de proposition mais aussi recevoir de l'information privilégiée directement de la plus haute direction, avec une certaine forme de reconnaissance, de confiance et de responsabilisation attachée à cette performance. A l'inverse une plus grande reconnaissance des individus dans l'entreprise apporte à la motivation et à l'image de marque de l'entreprise (Indice Glassdoor par exemple pour la notation de l'entreprise et son dirigeants par les employés)

**Les nombreuses études sur le sujet montrent que les dirigeants d'entreprises cotées ont tendance à utiliser une combinaison des indicateurs financiers et non financiers, critères objectifs et subjectifs, qui suivant le secteur d'activité démontrera un plus ou moins grand pouvoir explicatif de cette performance.** (St Pierre, Lavigne et Bergeron, 2011) Charreaux (2002) entrevoit dans l'utilisation d'indicateurs non financiers la capacité pour l'organisation d'atteindre un double objectif, **s'adapter et apprendre, éléments fondamentaux du principe de continuité d'exploitation et de pérennisation de l'organisation.** Banker et Al. (2000) de leur côté voient dans l'utilisation d'indicateurs non financiers, la possibilité d'envisager la performance future, ce que les indicateurs comptables ne permettent pas. En effet, cette relation causale proviendrait de ce que le résultat **d'un bon management des entreprises** produit au travers des critères dit subjectifs (qualité, innovation, satisfaction clients mais aussi la culture et les valeurs de l'entreprise), **impliquerait la performance financière.**

Transposé en termes de mesure de la création de valeur, l'enjeu de cette vision plurielle de l'entreprise, se traduit dans la nécessité d'identifier les indicateurs qui vont être susceptibles d'intéresser les investisseurs et que les émetteurs (les dirigeants) seraient capables de communiquer. Il n'existe pas de réponse univoque pour l'instant. Avec la multiplication des agences de notations sociales, **on constate une grande hétérogénéité d'indicateurs, qui confirme que ce sujet n'est pas encore mature. Il y a probablement nécessité d'une rationalisation ou du moins d'une harmonisation, qui dessert pour l'instant l'objectif louable d'une meilleure appréhension de la création de valeur et de son partage entre les différentes parties prenantes impliquées.**

Il existe déjà un cadre de réflexion sur la normalisation GRI, des normes (ISO 26000, SA 8000), des lois (en France, NRE, Grenelle 2) et aussi maintenant un sigle international ; « **ESG** »<sup>91</sup>, utilisé par la communauté financière pour désigner les critères qui contribuent à l'analyse et au reporting des données extra-financière de l'entreprise,

Mais il reste encore à faire le plus important, convaincre les dirigeants que ce nouveau paradigme peut servir de fondement à une **valeur globale sociétale** reconnue par l'entreprise et par l'ensemble de ses parties prenantes, comme un principe de réconciliation des valeurs actionnariale et partenariale. MP Peillon, (SFAF) commente à ce sujet : *« Au-delà des indicateurs, L'ESG dans l'entreprise naît d'une conviction qui amène à dire que la prise en compte de ces critères permet d'avoir une vision globale des fondamentaux de l'entreprise et*

---

<sup>91</sup> ESG sont les acronymes de Environnementaux, Sociaux et de Gouvernance. <https://www.novethic.fr/lexique/detail/esg.html>

*de comprendre comment elle crée de la valeur dans une approche sur le moyen long terme »*

92

Une étude menée par l'AMF en 2013 confirmait alors que, dans la communication des émetteurs, cette thématique liée à l'intégration de critères extra financiers (type démarche ESG), n'était alors pas très présente dans les communiqués de presse (comptes annuels ou trimestriels).

Du côté des émetteurs (les dirigeants d'entreprises), cette approche n'était pas encore accueillie comme une opportunité de création de valeur et de sa mesure et donc pas encore une conviction. Elle était plutôt vécue comme une contrainte réglementaire supplémentaire dans la gestion des risques.

Aujourd'hui même s'il reste des progrès à faire sur l'approche quantifiée des indicateurs extra-financiers (notamment il faut comprendre le degré de matérialité à donner à certains indicateurs), les dirigeants les ont adoptés en nombres. Si l'on prend l'exemple de l'absentéisme dans l'entreprise, quel est le bon ratio, en existe-t-il un seul pour toutes les industries ? Ou encore, comment chiffrer l'impact de l'absentéisme sur le chiffre d'affaires de l'entreprise ? Les démarches menées par les entreprises françaises font état pour la majorité de la mise en place de politiques RSE, de reporting ESG, et surtout au-delà de l'aspect « je coche la case » d'une véritable prise de conscience que l'intégration de ses indicateurs favorisent la création de valeur pour l'entreprise.

### 2.3.3. Quels sont ces indicateurs de performance non financiers à la disposition des dirigeants d'entreprise aujourd'hui ?

Même si leur développement est pléthorique et probablement opportuniste pour certains, on en dénombre peu pour l'instant<sup>92</sup> qui sont reconnus et utilisés au niveau international par la majorité des entreprises. Cependant les plus connus sont les indices Euronext (gérés par Vigeo-Eiris) ; ESI Ethibel Sustainability Indexes; STOXX Global ESG Leaders Index, en association avec Sustainalytics ; Dow Jones Sustainability Index Europe (DJSI Europe); FTSE4Good

---

<sup>92</sup> « Indicateurs ESG et création de valeur, les nouveaux enjeux de la finance » (2013): <https://youtu.be/azwbUs5JzoU>

<sup>93</sup> le DSI 400 (1990) a longtemps été le seul indice d'éthique.

Europe; Gaia Index (développé par Ethifinance et Middenext) en particulier pour les PME-ETI et plus récemment le Climate Disclosure Leadership Index (CDLI) <sup>94</sup> dont l'objectif est de permettre aux entreprises et aux villes de reporter de façon transparente « *En reconnaissant les avantages tangibles de la divulgation et de l'action, les entreprises élèvent leurs ambitions et prennent des mesures significatives pour lutter contre le changement climatique, la déforestation et la sécurité de l'eau. Cela garantit leur viabilité à long terme et leur rentabilité, ainsi que leur équipement pour répondre aux changements réglementaires et politiques, tels que l'accord de Paris.* »

**De son côté le groupe Kering a élaboré très récemment (2015) un outil pour permettre de mesurer l'impact environnemental de l'entreprise : un compte de résultat environnemental ; l'EP&L.** L'objectif affiché de l'entreprise revient à mettre à disposition un outil pour mesurer l'impact environnemental de l'entreprise afin de permettre ensuite d'agir de façon efficace et avec des priorités sur les externalités les plus impactant financièrement sur l'entreprise (une externalité comme la consommation d'eau agit sur la réputation de l'entreprise et donc représente aussi une priorité impactant financièrement), mais aussi d'internaliser les choix ESG dans la stratégie.

Sur le site du groupe on peut lire que cet indicateur doit permettre de « *porter un regard plus complet et plus éclairé sur les activités du Groupe et des Maisons. Il dévoile les champs dans lesquels Kering peut déployer les solutions qui réduiront significativement son impact environnemental – que ce soit au niveau des approvisionnements ou des processus de production et de transformation des matières premières. L'EP&L opère en trois temps : Identification des principaux impacts environnementaux, Modélisation de la variété et de la complexité des opérations du Groupe et de ses chaînes d'approvisionnement, Aide à la décision* »<sup>95</sup>. Le premier compte de résultats pour l'environnement qui chiffre les externalités de l'activité du groupe est disponible et publié en 2015. Il concerne 2013 et il représente la somme des externalités négatives environnementales produites par Kering et ses fournisseurs, ce montant s'élève alors à 773 millions d'euros.

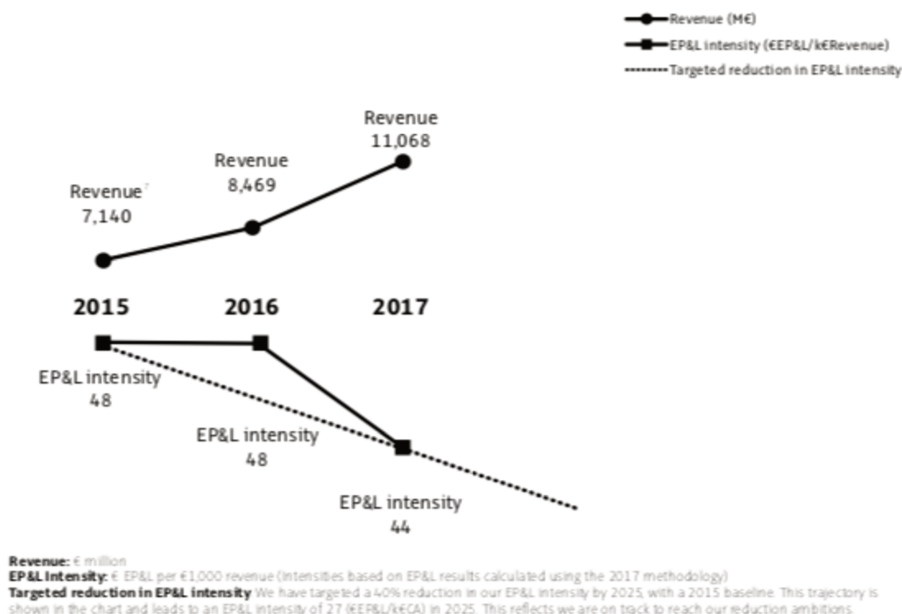
---

<sup>94</sup> A lire l'excellent rapport du CDP France 2014 sur le Changement Climatique, au nom de 767 investisseurs institutionnels gérant 92 000 milliards de dollars d'actifs. <https://cdurable.info/IMG/pdf/cdp-france-c420f.pdf>

<sup>95</sup> D'après <https://www.kering.com/fr/developpement-durable/ep-l/qu-est-ce-qu-un-e-p-l/>

## UNDERSTANDING OUR 2017 EP&L RESULTS

FIGURE 1: EVOLUTION OF THE EP&L IMPACTS RELATIVE TO REVENUE

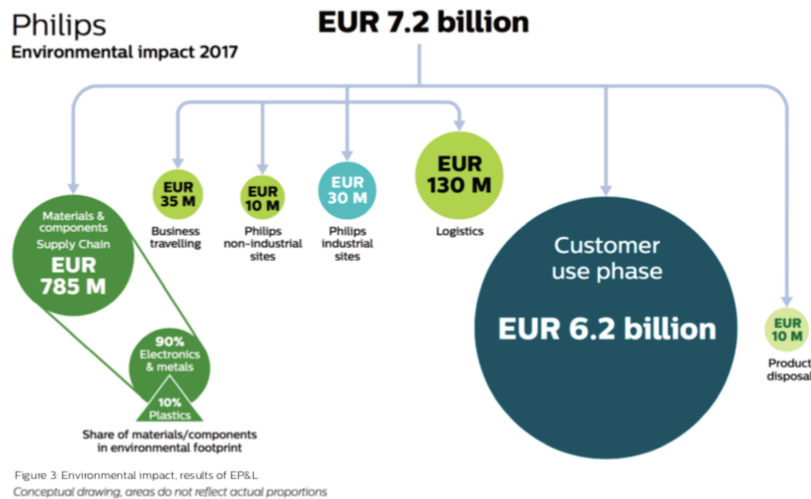


Extrait du rapport EP&L de Kering

« L'un des enseignements positifs de la démarche a été de montrer en interne surtout que 93 % de notre empreinte environnementale se trouvait au niveau de notre chaîne d'approvisionnement. Plus particulièrement au niveau des matières premières (champs de coton, l'élevage de bovins...) » commente la, directrice développement durable de Kering.<sup>96</sup> Par ailleurs le déploiement d'un tel indicateur, selon le site Kering a « généré des bénéfices tangibles à tous les niveaux de l'organisation : une plus grande clairvoyance, des choix stratégiques éclairés, des relations consolidées, une plus grande transparence, des performances améliorées ». Notons que la démarche a permis d'identifier rapidement des sources d'économies substantielles.

La méthodologie de l'eP&L proposée par Kering est open source et d'autres entreprises l'utilisent, dans différents secteurs (secteurs agroalimentaire ou pharmaceutique par exemple), nous pouvons citer par exemple Philips qui publie son EP&L depuis 2017.

<sup>96</sup> Voir aussi le témoignage de la responsable RSE chez Kering Élisabeth Didier, <https://www.coursera.org/lecture/reporting-extra-financier-strategie-rse/temoignage-d-elisabeth-didier-kering-partie-2-l-ep-l-queelles-difficultes-de-mise-2YLmo>



*Extrait du rapport annuel 2017 de Philips<sup>97</sup>*

Enfin ce qui semble intéressant dans ce processus c'est que ces nouveaux critères ou indicateurs traduisant l'apport des parties prenantes à la création de la valeur viennent palier l'écart constaté dans la comptabilité qui omet toujours de reconnaître certains intangibles « fondamentaux » de l'entreprise.

Il semblerait judicieux que l'apport des critères extra financiers, permette à moyen terme d'envisager l'intégration d'actifs immatériels actuellement non reconnus pour traduire au plus juste une image comptable fidèle de la création de valeur dans l'entreprise. Pourquoi la réputation ou les talents (compétences) ne seraient-ils reconnus (éventuellement) que dans le cas de la vente de l'entreprise (goodwill) ? (Max de Chanterac, 2012)<sup>98</sup>.

Une entreprise qui dépend de ses talents (comme les GAFAM) ne subit pas les mêmes conséquences pour son futur quand elle a un taux de rotation des employés élevé, ou qu'elle organise un licenciement économique. « Experience matters » c'est notamment dans les sociétés d'ingénierie, il existe une grande part de prototypage qui s'appuie sur la qualité et l'expérience des ingénieurs. Ceci est un avantage compétitif qui crée une part importante de la valeur dans l'entreprise aujourd'hui et encore plus demain. Ne pas le reconnaître dans les actifs laissent à penser que cela ne compte pas. Le constat est aussi compliqué quand l'on tente de chiffrer les coûts potentiels de la non-qualité, pour inciter l'entreprise à anticiper au mieux ses

<sup>97</sup> Dans Phillips.com methodology for EPL 2017;  
<https://www.philips.com/c-dam/.../philips/.../EPL-Account-methodology-2017.pdf>

<sup>98</sup> Dans « 20 propositions pour réformer le capitalisme », champs, 2012, Giraud G. et Renouard C.

risques. Bien souvent ces chiffres ne seront pris au sérieux dans et en dehors de l'entreprise, que postérieurement à un événement comme un rappel client (ce que font les constructeurs automobiles), un vol de données personnelles (le cas de Facebook avec l'affaire Cambridge Analytica en est un bon exemple) ou encore une pollution ou un accident qui justifiera alors l'indemnisation (ou dans le cas d'un rappel client la réparation). Quand l'on constate a posteriori les coûts de réparations, d'avocats et d'indemnisation pour Monsanto, ou d'autres pourquoi finalement continuer à qualifier la réputation d'intangible non financier et difficilement quantifiable ?

**Plus provocante serait la question de savoir si l'on peut faire mentir les indicateurs qui permettent la mesure de la création de valeur ?** c'est la question posée par Dagorn, Biot Paquerot et Didierjean (2013) dans leur article sur l'embellissement des informations financières par la comptabilité d'intention. Toute la problématique de l'asymétrie d'information provient de la notion comptable d'image fidèle de l'entreprise, des intentions des dirigeants et les attentes des analystes financiers. La comptabilité d'intention ou comptabilité créative (Stolowy, 1995, cité par Dagorn, Biot Paquerot et Didierjean, 2013) en est un exemple. Elle permet au dirigeant d'interpréter les règles comptables en fonction des attentes présumées des marchés et de corréliser les résultats financiers avec l'histoire à raconter.

En tant que convention et norme internationale, la comptabilité est censée représenter la mesure au plus juste de la création de valeur dans l'entreprise. Elle ne peut cependant pas être assimilée à un outil désincarné (Levratto & Paulet), complètement objectif, dans un système qui reflète et estime pour partie en fonction d'une gouvernance et pour l'autre dans le temps long. Il semble donc illusoire de penser que le développement de critères de gestion et d'indicateurs de performance toujours plus nombreux, en mêmes temps que l'introduction par les IFRS de la « juste valeur » soient suffisants pour mesurer et nous rassurer de façon totalement objective, sur le bienfondé de la mission, la vision, ou la raison d'être d'une entreprise traduite par dans ses résultats. Depuis Enron, à chaque nouveau scandale d'entreprise, la démonstration est faite que les indicateurs dont disposent les analystes ainsi que la gouvernance actuelle ne leur donnent pas plus de pouvoir pour contrôler les performances des entreprises ni plus de facilité pour identifier les risques.

**Pour dépasser ce débat, et pour conclure cette partie** sur les indicateurs de la mesure de la création de valeur, existerait-il alors un moyen de réconcilier la création de VA et partenariale pour le dirigeant d'entreprise cotée ? cela serait-il au travers d'une mesure plus englobante de toutes ses parties prenantes ?

Les indicateurs utilisés jusqu'à présent pour mesurer la création de la valeur ont davantage eu pour objectif de promouvoir la création de valeur pour l'actionnaire. **Ces indicateurs mettent plus souvent en évidence la capacité de l'entreprise à dégager de la liquidité, plutôt que de fournir des critères privilégiés permettant de connaître la capacité à créer de la valeur dans un sens plus global.**

Et cette approche unidimensionnelle a eu pour effet non seulement de marginaliser des opportunités qui peuvent être bénéfiques pour l'entreprise mais aussi de créer des risques opérationnels significatifs. Les deux crashes de Boeing 737Max mettent malheureusement en lumière cette approche. L'enquête préliminaire a permis de révéler un dysfonctionnement du système de stabilisation en vol destiné à éviter un décrochage de l'avion. Toujours selon l'enquête, seuls des indicateurs vendus « en option » par Boeing (et jugés non obligatoires pour les organismes de réglementation) auraient permis aux pilotes de se rendre compte de la défaillance du système et de reprendre les commandes de l'avion. Dans le cas de l'achat d'une voiture neuve, « optionnel » dans l'inconscient collectif est souvent synonyme de couteux, d'esthétique ou de confort supplémentaire. A aucun moment les consommateurs « non experts » n'envisagent que les équipements optionnels puissent être liés à un meilleur contrôle du fonctionnement du véhicule et dans le cas précis de l'appareil 737 Max.

**Pour autant et en réponse à des injonctions de plus en plus pressantes de leurs parties prenantes, gageons que les entreprises s'adaptent et publient aujourd'hui beaucoup plus d'informations qu'il y a 5 ans, informations de tout ordre mais souvent trop nombreuses et très hétérogènes pour être utilisables et pour comparer correctement les entreprises entre elles.**

De nombreux chercheurs se sont intéressés alors au cadre conceptuel des outils et indicateurs qui permettraient de fournir une vision pluraliste de l'entreprise, afin de réconcilier la mesure de la création de valeur dans un équilibre entre indicateurs financiers et extra-financier pour une réconciliation des VA et partenariale.



C'est l'objectif poursuivi par exemple par le Maturity Institute (MI) qui souhaite redéfinir la création de valeur par l'entreprise à l'aide du concept de **la valeur totale des parties prenantes (TSV) et la mesure OM30<sup>99</sup> de l'efficacité organisationnelle** adressée aux dirigeants l'entreprises et qui permet de fournir une image plus holistique de la gouvernance, de la culture et des autres dimensions critiques de la façon dont l'organisation est dirigée et gérée. Ils envisagent la notion de création de valeur dans une approche multidimensionnelle qui implique que les décisions stratégiques de l'entreprise soient prises suivant le prisme d'une approche analytique fondée sur 4 variables : « output, cost, quality and revenue » (OCQR), ceci dans le souci de créer des opportunités qui peuvent être bénéfiques pour l'entreprise mais aussi et surtout de limiter les risques opérationnels générés par l'approche unidimensionnelle des coûts par exemple. La Total Shareholder Value correspond alors à OMR (mesure de l'efficacité organisationnelle) x MtoB Value (capitalisation boursière sur capitaux propres).

De nombreuses organisations vont un peu plus loin et utilisent une « balance scorecard » dans laquelle elles mesurent les objectifs individuels, organisationnels, d'équipe et axés sur le client pour inciter les employés à ce focaliser sur ce qui crée la valeur pour l'entreprise.

Ampuero, Goranson et Scott (Sept 98), ont essayé de démontrer qu'en changeant de paradigme de la valeur, les entreprises ont pu commencer à réintégrer des indicateurs opérationnels non financiers pour mesurer leur performance de façon plus globale. Pour permettre cette réconciliation, les auteurs font référence à un outil opérationnel conçu en 1992 par Robert S. Kaplan et David P. Norton, la « balanced scorecard ». Dès les années 90, Kaplan et Norton ont bien compris que si les indicateurs économiques sont nécessaires ils ne sont pas pour autant suffisants dans l'équation de la création de la valeur pour l'entreprise. Comment connaître alors le degré d'engagement du personnel, la qualité des processus, le degré de fidélisation client qui participent au résultat net de l'entreprise ?

Il est toujours très intéressant de voir par exemple les trésors d'énergie que développent les banques dans leur politique d'acquisition de nouveaux clients notamment par des taux de prêts bancaires extrêmement bas et de l'autre côté, le peu de d'investissement et de considération qu'ils porteront à leur client une fois qu'ils auront transféré leurs avoirs dans une de leurs agences. Le même constat s'applique aux opérateurs de télécommunications.

---

<sup>99</sup> <http://www.hrmaturity.com/our-purpose/omindex-shared-ip-protocol-sip/>

Or, ce qui permet à l'entreprise de croître et de créer de la valeur c'est la combinaison de plusieurs dimensions. Et de notre point de vue, la dimension de la fidélisation compte autant que celle de l'acquisition de nouveaux clients. Le cas de la société de télécommunications SFR en est un exemple qui a coûté cher à son dirigeant. Suite au rachat en 2015 d'SFR par le groupe de Patrick Drahi, la société a perdu plus d'un million de clients suite à une dégradation de son réseau, de son service client et des hausses de prix des abonnements très mal communiquées. Trois ans plus tard, Patrick Drahi se félicite dans les Échos, d'avoir reconquis ses abonnés<sup>100</sup>. Mais à quel prix ? Les promotions mises en place pour partir à la reconquête de ces abonnés perdus ont fait fondre le revenu moyen par abonné (Arpu), l'un des indicateurs les plus scrutés par les analystes et l'industrie. Il semblerait que ce critère de la satisfaction ait fini par être intégré dans les « balanced scorecard » d'SFR après avoir coûté beaucoup de destruction de valeur et un plongeon du titre Altice de plus de 50%.

Aussi l'exercice mis en place par la combinaison des indicateurs purement financiers avec celui de la « balanced scorecard » (BSC) consiste alors dans une approche pluraliste de l'entreprise et (ou pourrait-on dire réconciliée) de la création de la valeur, à associer les objectifs stratégiques de l'entreprise ensemble (financiers et non financiers) et de les mesurer dans une relation de type "cause à effet". **C'est le principe inscrit par Kaplan et Norton dans le nom donné à cet outil « balanced ». L'idée étant de donner le même poids aux quatre dimensions qui font l'entreprise et de rechercher le lien de « cause à effet » qui permettra d'optimiser la création de valeur pour l'entreprise :**

- Les informations financières traditionnelles
- Les relations clients
- Les processus internes clefs de l'entreprise
- L'apprentissage et le développement de la connaissance et de l'expérience des employés.

Ces dimensions étant portées par des indicateurs dits « key performance leading and lagging indicators », ce qui pourraient se traduire par des indicateurs ex-ante et ex-post, identifiés comme clefs pour la performance de l'entreprise.

---

<sup>100</sup> [https://www.lesechos.fr/10/10/2018/lesechos.fr/0302384690607\\_patrick-drahi--sfr-----on-a-reconquis-tous-les-clients-perdus-ces-trois-dernieres-annees--.htm](https://www.lesechos.fr/10/10/2018/lesechos.fr/0302384690607_patrick-drahi--sfr-----on-a-reconquis-tous-les-clients-perdus-ces-trois-dernieres-annees--.htm)

Les indicateurs ex ante permettent de prévoir alors que les indicateurs ex post permettent de constater ou de confirmer une tendance, pour mieux prendre les actions correctives qui s'imposeront. Par exemple le nombre d'accidents sur un chantier de construction est un lagging (ex post) indicateur de sécurité d'une entreprise. Alors que le nombre de nouveau brevets à déposer par an (leading ex ante, indicateur) pour une entreprise va permettre de mesurer sa capacité à innover et à porter sa vision stratégique.

Pour certains de ces indicateurs il sera plus facile que pour d'autre de faire ce lien. Par exemple le lien entre la satisfaction client ou l'engagement des vendeurs, et l'augmentation des revenus semble plus facile à établir que celle de l'amélioration de la qualité et du bien-être en entreprise.

**Ce qui est aussi très important pour un outil tel que celui développé par Kaplan et Norton, en dehors du fait qu'il doit être simple d'utilisation et facile à mettre en place dans l'organisation, c'est qu'il soit accepté par la majorité des utilisateurs auquel il s'adresse.**

Et en ce sens, Kaplan et Norton ont non seulement regardé l'aspect interne mais aussi et surtout correctement pris en considération son aspect externe dans les attentes des acteurs financiers quant à la capacité de prévoir le futur. « *These nonfinancial metrics are so valuable mainly because they predict future financial performance rather than simply report what's already happened* » (Kaplan, Norton, 1996).

Dans leur mission de conseil, Ampuero et Al., ont pu faire l'expérience sur le terrain de l'approche complémentaire de la « balanced scorecard » et des indicateurs purement financiers tels que l'EVA®. Ils en retirent les éléments suivants :

- Cela permet à l'entreprise d'être cohérente dans sa stratégie et de se concentrer sur ce qui crée la valeur.
- Les deux peuvent être cascades dans l'organisation et utilisés comme des outils de mesure de performance individuelle dans l'exécution de la stratégie.
- La différence majeure vient du côté plus opérationnel de la « balanced scorecard », sa compréhension par des non financiers mais aussi la capacité qu'elle fournit aux employés de relier plus facilement les objectifs stratégiques de l'entreprise à leurs tâches hebdomadaires. Elle est moins déconnectée de la « base » et permet de « s'identifier » et de comprendre sa contribution à la création de valeur.

Au regard de tous les exemples fournis, les auteurs concluent alors : « *BSC can be used quite effectively as an integrative mechanism for operationalizing a strategy and the EVA® is a*

*powerful financial measure that can fit perfectly into the scorecard framework, while at the same time lending mathematical precision. In the end it appears, we all can live together ».*

**En revanche, et si cet outil de la mesure de la création de valeur semble être un succès dans sa capacité à intégrer des indicateurs opérationnels non financiers pour mesurer la performance de l'entreprise de façon plus globale, (mais aussi dans sa capacité à montrer les mécanismes interconnexions entre les indicateurs des différentes disciplines et environnements pour la création de la valeur), il ne résout pas à lui seul la problématique de l'écart entre valeur comptable et valeur de marché.** Il reste un outil de mesure de la création de valeur interne à l'entreprise. En effet, il reste pour l'instant un outil opérationnel exclusivement à l'usage interne au risque de fournir une information précieuse et confidentielle sur ses objectifs stratégiques à court, moyen et long terme.

Ce qui résulte de l'asymétrie d'information toujours présente entre les protagonistes internes et externes à l'entreprise et des limites de l'outil comptable à reporter l'image fidèle de l'entreprise, c'est donc cet écart permanent entre la création de valeur de l'entreprise et son évaluation par les marchés financiers. **Le reporting intégré nouvel outil de communication revendique de permettre de résoudre cette équation entre financier et extra-financier.** *« Les entreprises cotées doivent réaliser que l'alignement de leur cours de bourse sur leur valeur intrinsèque passe par leur capacité à donner aux investisseurs une information pertinente sur leur stratégie de création de valeur. »*<sup>101</sup>

La pertinence et l'exhaustivité de l'information, c'est exactement l'enjeu que le mouvement de la « pensée intégrée » (integrated thinking)<sup>102</sup>, tente de couvrir depuis 2010 avec la mise en place du « reporting intégré » en Europe.

Née en Afrique du Sud en 2009, cette initiative s'inscrit dans la lignée des nombreuses réflexions menées par les organisations internationales (IASB, FASB, ICGN, UE directive 2017) sur la nécessité vitale d'améliorer la communication financière des entreprises. **Cette communication ne doit pas être à destination exclusive des actionnaires mais aussi des parties prenantes de l'entreprise et à ce titre, l'information se doit d'être concise et intelligible par les non spécialistes.** Simplement comme nous l'avons dit plus haut elle se heurte à une inflation pléthorique de données qui ont pour résultat l'effet inverse de l'objectif attendu, plus d'information est disponible mais elle fait beaucoup moins sens. Par ailleurs, il ne

---

<sup>101</sup> JF Rérolle, KPMG Corporate Finance Partner, « le reporting intégré : une révolution en marche ? dépasser les préjugés pour saisir l'opportunités » supplément Finance & gestion Juillet-août 2015, pp 4-6.

<sup>102</sup> IIRC pour International Integrated Reporting Council. <http://integratedreporting.org>

faut pas confondre le rapport intégré et le rapport RSE. Si l'on refait le parallèle avec le concept de « creating shared value » (CSV) de Porter, ne doivent figurer dans le reporting intégré, que les initiatives CSV qui contribuent directement et de manière claire à la création de valeur à moyen et long terme pour l'entreprise.

Caroline de la Marnierre écrit à ce propos, « *L'ambition du rapport intégré est de proposer une vision prospective de l'entreprise et de sa performance dans son environnement de marché. Il appréhende au plus près la valeur de l'entreprise et sa position concurrentielle à terme, pour que les investisseurs et les analystes puissent évaluer sa trajectoire stratégique et son modèle de développement. Il donne du sens à l'information financière et extra financière afin de permettre à l'actionnaire de justifier un investissement de long terme. Bref, le rapport intégré crée un axe, une ligne directrice, c'est une démarche* ». <sup>103</sup>

Donc l'objectif affiché du Reporting intégré est de fournir des informations qui ne figurent pas dans les éléments principaux des états financiers et ainsi réduire l'asymétrie d'information et combler l'écart entre la valeur boursière et la valeur intrinsèque de l'entreprise (Caby/Hirigoyen 2001, p. 9).

**L'objectif du reporting intégré n'est donc pas de collecter des données en constante inflation, ni de créer un rapport additionnel de communication financière, mais bel et bien de donner une vision plus holistique en décloisonnant les silos des disciplines de l'entreprise pour les intégrer dans un format horizontal de processus et d'interactions ayant des impacts entre elles mais aussi avec le financier.**

C'est une approche stratégique prospective, qui permet aux émetteurs de donner une vision plus globale et intelligible de ses interactions dans le business model, la vision stratégique, l'organisation et la gouvernance de l'entreprise. Ce reporting permet, avec un nombre restreint mais choisi d'indicateurs pertinents pour son écosystème, d'expliquer dans un « story-telling » approprié, la création de valeur à court, moyen et long terme par chaque partie prenante interne et externe à l'entreprise.

La démarche du Global Integrated reporting, (ou plutôt integrated thinking) pourrait-elle alors représenter le moyen d'une possible réconciliation des indicateurs financiers et extra financier de la mesure de la création de valeur, comme une valeur globale au plus proche de la valeur économique ? En janvier 2019, au forum économique de Davos, Le patron de SAP insiste sur

---

<sup>103</sup> De la Marnierre C., Maheo L., « le reporting intégré : une révolution en marche ? donner de la résonance à la communication financière » supplément Finance & gestion Juillet-août 2015, pp 13-14.

le fait que les entreprises et leurs dirigeants ne sont plus seulement évalués sur des critères et indicateurs financiers, ils « *ne se focalisent pas seulement sur l'exercice des résultats trimestriels, mais aussi et surtout sur les éléments du rapport intégré* » qui permettent de faire la transition du « pourquoi » vers le « comment » l'entreprise se développe et contribue à la création de valeur et ses impacts associés.<sup>104</sup>

Sans imposer cela dans la réglementation par un objectif de conformité, il pourrait s'agir tout de même d'un objectif incitatif, qui tout comme pour le « name and shame », introduirait une logique du « comply or explain » (JF Rerolle, 2015)

---

<sup>104</sup> “We don't just focus on this quarterly earnings routine, but we also concentrate on what is the integrated sustainable report of your company? How are your customer doing? How are your people doing? What is the retention rate? what is the training curriculum, do you train them well? Are you a sustainable company? Are your CO2 emissions dropping even as you get larger? How is your company impacting the world and the planet in which we live in? are you a global citizen of change and innovation and sustainability? I think organizations and their leaders are going to be more and more measured based on those dimensions. [...] with integrated report and the way we approach things, we play a significant role to support the current Society and technology changes.”

## Conclusion du chapitre sur les outils de mesure de la création de valeur

« *Quand le seul outil dont vous disposez est un marteau, tous les problèmes ressemblent à des clous* »<sup>105</sup> A. Maslow.

**Que valent les indicateurs de la performance s'ils ne traduisent pas le sens de l'organisation ?** Le problème n'est-il pas plutôt lié au manque de pédagogie sur l'importance et le sens à donner à ces indicateurs ? Sont-ils encore pertinents pour guider la transformation de la Société et le changement de paradigme économique ? toutes ces questions font et sont d'actualité.

**Jensen (2000)** reconnaît lui-même « *the issue is the following: If we could dictate the criterion or objective function to be maximized by firms (that is, the criterion by which executives choose among alternative policy options), what would it be? Or, even more simply, **How do we want the firms in our economy to measure better versus worse?*** » et de continuer « *Many managers are caught in a dilemma: between a desire to maximize the value of their companies and the demands of "stakeholder theory" to take into account the interests of all the stakeholders in a firm. The way out of the conflict lies in a new way of measuring value* »

Il n'était pas l'objet de ce chapitre dans notre recherche de recenser de façon complète et donc forcément superficielle les différents indicateurs de création de valeur, ni de décrire de façon détaillée les avantages et inconvénients de chacun de ces indicateurs utilisés et relevant de la finance et de la comptabilité. Notre objectif consistait à décrire les principales évolutions du raisonnement sur la mesure de la création de valeur afin de mettre en évidence les modifications de perspective et la complexification croissante des résultats obtenus.

Force est de constater que d'« outils de mesure » comptables, partiels et statiques les indicateurs se sont transformés en « outils de management » financiers et monodimensionnels de la

---

<sup>105</sup> Attribué à A Maslow 1961, "I suppose it is tempting, **if the only tool you have is a hammer**, to treat everything as if it were a nail" ou autrement dit "if the only tool you have is a hammer, you tend to see every problem as a nail".

performance pour l'actionnaire (Salgado, 2013), réduisant l'objectivité de la création de valeur et sans incitation à changer de référentiel.

Il nous faut sortir de cet état stérile qui consiste à organiser la mesure de la création de valeur dans le simple but de convaincre de la valeur. Sous le prétexte de rendre les dirigeants d'entreprise « comptable » et responsable de leurs décisions stratégiques, la finance a réduit la performance à la mesure d'indicateurs standardisés permettant la comparaison sur le même référentiel des entreprises globalisées aux métiers différents, aux histoires différentes, aux cultures différentes.

*« En faisant de l'entreprise un agrégat d'actifs dont la performance se mesure par des critères financiers, la financiarisation des entreprises a conduit à un basculement du pouvoir des dirigeants d'un système orienté auparavant sur la production vers celui de la finance » (Fligstein, 1990).*

**La façon dont nous mesurons la création de valeur et par là même la performance économique a une influence fondamentale sur la gestion stratégique mise en place par son dirigeant.** Dans le principe de la financiarisation, l'entreprise cotée n'est plus un lieu de production de biens et services. Le profit qui était pour une entreprise nationale le moyen de valider la performance perd son sens quand l'entreprise devient internationale et déploie de nombreux investissements à l'étranger. (s'il y avait profit l'entreprise était considérée comme performante, à l'inverse l'entreprise qui faisait des pertes était considérée comme non performante). D

Elle devient une somme d'actifs financiers, objet de cession par les actionnaires, et portée par des normes comptables servant de référentiel et de justificatif pour apprécier sa juste valeur de marché mais aussi pour juger de la rentabilité de ses investissements. Et avec la notion de rentabilité, apparaissent des ratios normatifs tels que le ROE<sup>106</sup> qui ramènent toutes les entreprises sur une échelle de comparaison similaire. Jean Dominique Sénard alors patron de Michelin écrit dans les échos dès 2001 : *« Un return on equity à 15 % et 15 % de croissance des bénéfices par an ? J'appelle ça les nombres magiques à deux chiffres. Non seulement ces niveaux de rendement n'ont aucun fondement théorique, mais si une entreprise peut les atteindre ponctuellement, ce n'est certainement pas le cas à long terme et encore moins pour*

---

<sup>106</sup> Return on Equity en français retour sur fonds propres.



*tout un secteur !* » l'histoire des crises successives et répétées nous le démontre ces attentes sont de plus en plus insoutenables pour les entreprises.

Et au sortir de la crise de 2008, les utilisateurs de ces indicateurs, au lieu de chercher à sortir de ce modèle hyper-financiarisé en développant de nouveaux critères privilégiés permettant de connaître la capacité à créer de la valeur dans un rééquilibrage entre les valeurs actionnariale et partenariale, ont focalisé leur attention sur la capacité de l'entreprise à dégager de la trésorerie. Au lieu de pousser pour **accélérer l'émergence de standards de mesure d'une création de valeur plus proche de l'utilité sociétale**, cela a renforcé le malentendu créé avec le temps entre la liquidité de l'entreprise et la création de valeur, poussant le dirigeant au court termisme. Ne dit-on pas « Turnover is vanity, Profit is sanity, cash is king », la liquidité est encore plus qu'avant un pouvoir pour le dirigeant. Le « free cash-flow » dégagé par la trésorerie, représentant une source de valeur que les actionnaires regardent avec intérêt car potentiellement convertible en dividendes ou rachat d'actions, il est devenu le nouvel el dorado à atteindre.

L'existence de firmes sans actifs physiques (les AirBNb, Facebook, Uber, Deezer ou Deliveroo) mais valorisées plusieurs milliards, en est le meilleur exemple. Elles démontrent que la performance des entreprises dépend désormais de la collaboration de multiples parties prenantes qui apportent leurs compétences, leurs idées et qui s'investissent pleinement dans le développement de l'entreprise sans pour autant apparaître au bilan comptable de celle-ci. Nous voyons donc bien que pour parler de l'évolution de la relation entre les parties prenantes de l'entreprise, cela demande de radicalement transformer les normes comptables, aujourd'hui système de comptes axé sur la création de valeur, en « *un système de comptabilité de la richesse, qui met en avant un concept du capital étendu englobant tous les actifs contribuant au bien-être social et associant une mesure de l'épargne « authentique* » ». (Aglietta, 2011).

Les IFRS actuelles n'ont pas permis non plus d'éteindre complètement la tendance toujours d'actualité des retraitements (parfois très « créatifs ») dont les comptabilités font l'objet et des variations constatées d'une année sur l'autre, selon la méthodologie utilisée. Or, une comptabilité qui produira une information de qualité permettra de réduire le risque pour les apporteurs de capitaux et par là même d'augmenter la création de valeur par l'entreprise. Il en va donc de l'intérêt des dirigeants d'entreprise cotées de travailler à restituer une « image fidèle » de la création de valeur par l'entreprise.

M.A. Caron <sup>107</sup>écrit : « *Constituer une nouvelle théorie de l'entreprise implique notamment de revoir les interactions entre les couples d'opérateurs savoir et relation qui fondent la comptabilité, pour éviter l'enfermement disciplinaire ou expert qui engendre un appauvrissement de l'action collective* ». En attendant, il s'agit maintenant pour le dirigeant d'entreprise cotée de savoir comment piloter la performance au travers de la création de la valeur dans un monde de plus en plus incertain, concurrentiel voire monopolistique, et tout cela en prenant en compte toutes ses parties prenantes.

**« L'homme est la mesure de toute chose » (Protagoras) et les IFRS actuelles sont la preuve qu'une approche exclusivement financière de la valeur n'est pas satisfaisante et totalement partielle (Albouy, 2006).**

Souhaitons que les initiatives du « l'integrated thinking » permettent aux dirigeants d'avoir un outil à leur disposition, reconnu et adopté par les analystes marchés financiers. Ceci pour leur permettre de réconcilier les valeurs actionnariale et partenariale dans une histoire de l'entreprise racontée qui colle au plus près du modèle comptable, économique et financier de leur entreprise sans oublier la reconnaissance des contributions et le partage avec les parties prenantes qui créent la valeur.

Dans un monde en pleine transformation vers l'intelligence artificielle c'est ce que l'on peut souhaiter aux dirigeants d'entreprise cotée, car s'il s'agissait seulement de compiler des chiffres, alors pourquoi pas demain des intelligences artificielles aux conseils d'administrations des sociétés.

---

<sup>107</sup> « Revisiter la comptabilité pour refonder l'action collective » extrait du Colloque de Cerisy 2014, reporté dans le livre « l'Entreprise point aveugle du savoir », sous la direction de B Segrestin, B. Roger et S. Vernac.

### 3. Valeur actionnariale, valeur partenariale, pourquoi une réconciliation ?

*« Comment des adversaires pourraient-ils avoir de l'estime l'un pour l'autre autrement qu'en étant conscients de leur valeur respective et de l'antagonisme de leurs valeurs ? Ceux qui parlent de réconciliation croient à une valeur absolue »* E. Von Salomon.

Là où avant l'objectif de l'entreprise était de se préoccuper de sa prospérité qui était censée ruisseler sur la Société, aujourd'hui la relation avec les parties prenantes est inversée. Il ne s'agit plus de regarder à l'intérêt de l'entreprises mais de concilier au mieux les différentes parties prenantes afin de préserver les intérêts de l'entreprise. **Alors pourquoi et dans quelles mesures les approches actionnariale et partenariale de la valeur sont-elles réconciliables ?**

« **Réconcilier** », la définition du dictionnaire nous revoit dans son sens propre à la nécessité de « **Remettre en accord, en harmonie** (réconcilier deux personnes), accorder des choses qui semblent opposées » et dans son sens figuré à la « **conciliation des opinions et des doctrines foncièrement différentes** », par exemple, réconcilier la politique et la morale. Alors pourquoi dans le cadre précis de notre recherche, vouloir remettre en accord les doctrines et opinions sur les valeurs actionnariale et partenariale ? Sont-elles fondamentalement en contradiction, en désaccord ? et si tel est le cas, en quoi est-ce nécessaire de les réconcilier ?

### 3.1. Existe-t-il une contradiction entre valeur actionnariale et partenariale ?

#### 3.1.1. La structure juridique de l'entreprise, le mythe de l'actionnaire propriétaire.

Il est important de noter que l'idéologie actionnariale n'est pas une émanation directe du droit des Sociétés.<sup>108</sup>

Stout (2012) nous éclaire sur l'origine de l'orientation « actionnario-centrique » de la gouvernance des entreprises. Le développement de l'idéologie actionnariale des années 1970-1980 et sa montée en puissance dans années 1990 qu'elle qualifie de « Shareholder absolutism » et « Shareholders dictatorship » n'a selon elle pas démontré les résultats attendus. « *The philosophical case for shareholders value maximization similarly rests on incorrect factual claims about the economic structure of corporations, including the mistaken claims that shareholders “own” corporations, that they are “principals” who hire and control directors to act as their “agents”* » (p 8)

L'auteur démontre que les racines de l'idéologie actionnariale ne se trouvent pas dans la loi mais pour autant la décision rendue par la cour du Michigan dans l'affaire Dodge vs Ford, a permis le soutien en faveur de la primauté actionnariale par la loi.

Elle considère :

- Tout d'abord, que les actionnaires ne sont pas propriétaires de l'entreprise (ou société au sens légal du terme). Ils sont propriétaires d'actions de la société qui leur confèrent des droits limités, dont celui de voter en assemblée générale pour des décisions stratégiques mises au vote par le dirigeant d'entreprise. A ce titre les actionnaires sont détenteurs de droits limités, au même titre que les employés, les clients, les fournisseurs qui interagissent avec, dans ou pour l'entreprise.

---

<sup>108</sup> Pour rappel le terme entreprise que nous avons utilisé est caractérisé au niveau juridique par son équivalent la Société « personne morale » les deux termes représentant pour nous la notion de l'Organisation dans laquelle le dirigeant évolue.

- Par ailleurs, le fait que les actionnaires sont légalement définis comme les « créanciers ultimes » de l'entreprise, n'a de fondement que dans le cas où l'entreprise est en faillite. Sinon cela reviendrait à dire que le profit généré par l'entreprise leur appartient et que le dirigeant se doit de leur distribuer. Or dans les faits celui-ci peut décider d'allouer une partie du profit à la recherche et développement et à l'innovation dans un but de durabilité de son entreprise. Elle revient aussi sur la croyance qui imposerait au dirigeant, une obligation légale de maximisation de la création de valeur au profit des actionnaires. Elle écrit d'ailleurs à ce propos « [...] maximizing shareholder value is not a requirement; it is just one possible corporate objective out of many. [...] Maximizing shareholder value is not a managerial obligation, it is a managerial choice » (p. 32)
- Enfin elle remet en question le principe entendu d'une relation de contrôle entre les deux parties, les actionnaires étant les mandants des dirigeants d'entreprises auxquels ces derniers obéissent. Mais dans la réalité de la loi, les actionnaires n'ont pas de pouvoir légal de contrôle sur le dirigeant d'entreprise cotée. Les actionnaires auront le droit de poursuivre en justice le dirigeant qui se trouve en « breach of fiduciary duty » (action en responsabilité pour manquement aux obligations fiduciaires) mais dans les faits cet outil du droit, ne leur donne que peu de pouvoir sur le dirigeant sauf à le poursuivre pour fraude évidente ou de vol sur les actifs de l'entreprise.

**Alors si elle n'est pas imposée dans la loi, d'où vient cette idéologie ?** Nous l'avons vu jusqu'à présent, son succès repose sur trois piliers : un fondement idéologique fort, une théorie financière sophistiquée, et une comptabilité et une mesure financiarisée.

Une justification ambiguë : l'assomption du risque résiduel et l'efficacité des marchés. (Gomez, 2009)

Du mécanisme de financement des entreprises et née l'hypothèse de la « créance résiduelle » (Gomez, 2009). Cette hypothèse distingue l'actionnaire, de la banque notamment par le fait que la rémunération de son investissement n'est pas contractuelle. De cette hypothèse, à la

maximisation de la création de valeur pour l'actionnaire il n'y a qu'un pas, puisque plus l'entreprise sera créatrice de valeur et plus l'actionnaire sera en droit d'attendre cette rémunération résiduelle qui nous venons de le dire, n'est capée par aucun élément contractuel entre les deux parties. A l'inverse la destruction de valeur elle limite les risques de l'actionnaire à son investissement de départ. Il ne pourra pas être poursuivi pour le paiement des créances résiduelles. C'est un investissement limité à la mise de départ mais qui peut rapporter bien plus.

Par ailleurs la croyance en l'efficacité des marchés a conduit bons nombres d'analystes financiers et d'actionnaires à l'ignorance vis à vis des stratégies et « business model » des entreprises cotées, pour se laisser guider par la rationalité collective, mimétique et « auto-référencée » des marchés financiers (Stiglitz 1981, Orléan 2001).

Indra Nooyi la CEO de Pepsi, au forum de Davos sur le thème « towards better capitalism » pose la question plutôt provocatrice mais bien réelle et vécue lors des assemblées générales d'actionnaires « let's say we (CEO) are going to spend time to educate investors and shareholders on our business, mega trends and long terms strategy. Are they going to understand what company are saying? »

Par ailleurs et s'agissant de l'efficacité des marchés, les avancées technologiques, là encore, ont renforcé le biais mimétique moutonnier sans pour autant donner au dirigeant les clés pour résoudre cette problématique. La volatilité accrue apportée notamment par la technologie moderne et par exemple le trading haute fréquence est symptomatique de la financiarisation de l'économie et du côté subit de la situation par tout dirigeant d'entreprise cotée. Ces mécanismes n'apportent aucune liquidité aux marchés et surtout aux entreprises qui voient surtout le nombre de transaction en volume de leurs actions s'intensifier sans raison opérationnelle réelle. (Orléan, 1999).

Ce droit de contrôle octroyé aux actionnaires par ce tropisme de la VA, leur permet d'exercer une influence potentiellement importante sur les choix stratégiques et de gestion du dirigeant, alors que dans le même temps leur responsabilité reste limitée à leurs apports. Il n'y a pas de justification juridique si ce n'est celle portée par l'évolution de la gouvernance, faisant des deux protagonistes actionnaires et dirigeants, les juges et parties de l'alignement de leurs intérêts mutuels.

### 3.1.2. Existe-t-il une contradiction entre VA et VP ?

Les fondements de la relation entre VA et VP sont rarement explicités dans la littérature et la plupart du temps sont présentés comme une relation de type contradictoire, une opposition entre deux concepts qui coexistent difficilement entre eux. Cette opposition marquée par un déséquilibre au profit de la VA, résulterait d'une union incompatible entre les deux valeurs, basée sur l'idée que l'économie serait une équation à somme nulle ; ce que l'une acquiert, c'est aux dépens de l'autre, qui le perd. En conséquence, « *La maximisation de la valeur actionnariale se ferait au mépris des intérêts des autres parties prenantes, porterait entrave à une saine gestion de l'entreprise et conduirait à transférer l'essentiel du risque résiduel vers les salariés* » (Denglos, 2008, p72). Si l'on se réfère au principe de la théorie de l'Agence, le dirigeant devant se concentrer sur la maximisation de la création de valeur pour l'actionnaire, ce processus se ferait forcément aux dépens de la valeur partenariale.

La question que l'on peut alors légitimement se poser concerne la réalité de l'existence d'une contradiction entre VA et valeur partenariale, qui pousserait à les opposer dans une équation à somme nulle ? Pour répondre à cette question nous prenons appui sur le tableau synthétique produit par Figge et Schaltegger (2000) dans leur recherche.

Ce tableau nous permet de comparer les valeurs actionnariale et partenariale dans leurs critères référents communs. Selon les auteurs, nous constatons tout d'abord que l'origine et la logique des deux concepts ne sont pas contradictoires. La valeur partenariale repose sur une approche stratégique du management et celle de la VA sur une approche « Corporate Finance ». Les deux approches ne sont pas exclusives, mais plutôt complémentaires et s'apportent mutuellement. En effet le dirigeant se doit de faire des choix stratégiques de telle ou telle innovation, de tel ou tel investissement pour l'entreprise. Et il est tout à fait sain de concilier des objectifs chiffrés de rentabilité à des objectifs d'investissements stratégiques, cela permet de se concentrer sur l'enjeu et la Vision, quand la mise en musique de la stratégie se fait difficile. C'est d'ailleurs la conclusion que font les chercheurs tel que Charreaux (2006) dans son article « Théorie financière et stratégie financière » ou encore Barton et Gordon (1988) dans « Corporate Strategy and Capital Structure ». L'objectif de l'entreprise dans un cas, relève de la continuité de l'activité par la création de valeur et dans l'autre de l'amélioration et l'augmentation de la création de valeur, les deux approches semblent avoir un objectif commun, la création de la « juste » valeur (le terme « juste » est entendu ici comme le bon rapport de retour sur

investissement). Il est aussi sain de considérer le retour sur investissement (Corporate Finance) des choix stratégiques pris par l'entreprise, pour permettre de hiérarchiser les priorités de l'entreprise. La notion de retour sur investissement doit bien sûr être étendue à des critères non financiers. L'engagement sociétal pour des projets particuliers peut s'avérer riche de sens et de motivation pour les acteurs de l'entreprise. Il est souvent le résultat d'une ambition au cœur de l'activité de l'entreprise en même temps qu'il crée de la valeur pour celle-ci. Ainsi les objectifs sociétaux de l'entreprise sont au même niveau d'importance que les objectifs de chiffre d'affaires ou de parts de marché. Ce mariage du management stratégique sociétal et de la Corporate Finance, n'est alors pas exercée à la marge par les entreprises mais fait bien partie du cœur de leur business model. C'est le cas par exemple de l'équipementier sportif Adidas qui en 2015 décide de s'intéresser au problème de la pollution des océans. L'entreprise se lance dans la conception d'une paire de baskets (en collaboration avec l'ONG Parley with the Oceans<sup>109</sup>), dont la fabrication nécessite 11 bouteilles plastiques recyclées. En ce sens l'entreprise qui crée de la valeur pour l'entreprise (une paire de basket sur ce concept coûte tout de même 220€), participe dans même temps à la dépollution plastique des océans.

C'est aussi l'exemple de l'entreprise Net-Works<sup>TM</sup> <sup>110</sup> dont l'objectif est de concevoir des chaînes d'approvisionnement mondiales pour « *créer des solutions durables et évolutives qui réduisent le plastique marin, augmentent les stocks de poissons et améliorent la vie des communautés côtières marginalisées vivant dans les zones sensibles de la biodiversité des pays en développement* ». Donc en plus d'avoir un impact positif sur la santé des écosystèmes côtiers des Philippines dont elle les débarrasse de kilomètres de filets de pêches à l'abandon, cette entreprise a permis l'amélioration des conditions de vie dans les communautés locales qui travaillent dans l'entreprise et pour leur environnement. Net-Works est une entreprise qui cherche à générer du profit, à créer de l'emploi tout en ayant un impact net positif sur l'environnement.

Par ces exemples nous voyons bien que l'orientation des ressources et le résultat attendu, ces critères mis en avant là aussi par Figge et Schaltegger (2000), ne semblent pas se contredire. Au contraire le concept de la valeur partenariale qui considère tous les apporteurs de ressources

---

<sup>109</sup> Vidéo de la récupération des plastique et fabrication des chaussures  
<https://www.youtube.com/watch?v=1K79GRDibog&feature=youtu.be>

<sup>110</sup> <http://net-works.com/about-net-works/>



dans la création de valeur, semble inclusif de la partie prenante « actionnaire » de l'approche de la VA.

La notion de rémunération dans les deux approches, est inclusive elle aussi de toutes les parties prenantes en fonction de leur contribution. Il est entendu que l'entreprise a autant besoin de talents que de financement pour créer de la valeur. Et il est d'ailleurs à noter que la notion d'une rémunération de l'actionnaire lié à un risque dit « supérieur », ne semble pas totalement légitime quand on voit le risque de perte d'emploi pour les employés de l'entreprise. Par ailleurs l'apport de compétences, en tant qu'avantage concurrentiel pour l'entreprise, semble plus difficile à trouver que l'apport de capitaux sur les marchés financiers. Il en va donc de l'intérêt des actionnaires d'avoir les talents en internes qui vont maximiser l'efficacité et l'efficience de l'entreprise, pour créer la valeur pour l'entreprise.

L'objectif de l'entreprise ou encore l'objectif d'application du concept qui est dans le cas de la valeur partenariale d'augmenter la marge de manœuvre du dirigeant afin d'améliorer la performance de l'entreprise et dans celui de la VA de maximiser la valeur de l'entreprise, peuvent sembler en conflit mais dans la réalité, pour que le dirigeant puisse maximiser la création de valeur dans l'entreprise, il est important que ce dernier ait suffisamment de marge de manœuvre pour générer de nouvelles innovations, pénétrer de nouveaux marchés...etc.. et surtout pour qu'il se sente responsable et « comptable » de ses décisions. Encore une fois les concepts ne sont pas contradictoires.

Donc parler d'une contradiction des valeurs actionnariale et partenariale pour proposer leur réconciliation ne semble pas être le bon angle d'approche. Au travers de la recherche menée par Figge et Schaltegger, les concepts semblent plus complémentaires que contradictoires, voire même la valeur partenariale semble être inclusive des critères de la VA, dans une équation à somme, à forte potentialité, positive. La théorie financière de l'Agence et la gouvernance des entreprises associée, en donnant l'idée que les concepts sont contradictoires, ont poussé les dirigeants à considérer ces deux approches comme une équation économique à somme nulle et donc contradictoires l'une de l'autre. Tenter de les opposer relève d'un mauvais calcul surtout quand l'on regarde par exemple combien les décisions économiques qui ont amené à la catastrophe pétrolière dans le golfe du Mexique (Plateforme de forage DeepHorizon sur le champ de Macondo), ont coûté au groupe British Petroleum et à ses actionnaires (plus de 65

milliards à fin 2018)<sup>111</sup>. Les dirigeants perdent la notion du temps long et plus important la notion d'impact de leurs décisions économiques (plutôt qu'opérationnelles) pour satisfaire les demandes court termistes de certains, (ou peut-être même les leurs ?). Mais quel actionnaire de BP avait en tête la maximisation de sa valeur avec de décisions et de tels risques associés ?

Si nous ne sommes pas dans une contradiction des valeurs, pourrions-nous alors parler d'une dialogique et organiser en conséquence une réconciliation ? Le concept de la dialogique des valeurs semble intéressant à mobiliser après cette première conclusion. Si l'on se réfère à Edgar Morin, il se définit comme suit ; « *le terme dialogique veut dire que deux logiques, deux principes sont unis sans que leur dualité ne se perde dans cette unité : d'où l'idée d'uni-dualité* » (E. Morin, Science avec conscience, Seuil, Paris, 1990, p. 276.) Ce terme emprunté à la terminologie linguistique, nous permet de concevoir plus légitimement l'idée d'une uni-dualité (le « et /ou ») plus que celle d'une contradiction (le « ou »). L'uni-dualité des valeurs actionnariale et partenariale exprime alors son caractère double dans l'affrontement des valeurs sur les marchés financiers et leur complémentarité dans la réalité et le quotidien de l'entreprise mais aussi participe de l'idée que l'entreprise n'évoluerait pas dans une économie à somme nulle. Nous venons de voir que, selon Figge et Schaltegger (2000), ces deux valeurs loin d'être en contradiction, relèvent plutôt d'une coopération et interagissent entre elles. L'intérêt de poser la question d'une dialogique des valeurs revient à constater que le problème d'une réconciliation participe alors de l'alignement des intérêts des parties prenantes dans un intérêt commun, la co-créateur de valeur. Quel serait alors le dénominateur commun des valeurs actionnariale et partenariale ? Il semble que ce dénominateur commun ou valeur réconciliante aura tendance à s'exprimer au moment du partage de la valeur créée par l'entreprise qui expose son dirigeant à la difficulté d'un consensus parfois conflictuel, et son corolaire idéal le compromis éclairé, qui permet d'aligner ce que Jensen (2000) décrit comme les intérêts divergents des parties prenantes « *I say competing interests because no constituency can be given full satisfaction if the firm is to flourish and survive* ». Vatteville (2008), nous rappelle que jusqu'à présent « *une vision homogène de l'économie et du management s'est propagée, réduisant l'entreprise au statut d'objet de placement dont l'activité est jugée selon la logique du marché financier.* » Et c'est là toute la problématique, l'argumentation critique de la réconciliation des valeurs appelle à la confrontation, à l'échange sur ce que la VP et la VA ne

---

<sup>111</sup> [https://www.challenges.fr/finance-et-marche/bp-la-facture-de-deepwater-depasse-les-65-milliards-de-dollars\\_560478](https://www.challenges.fr/finance-et-marche/bp-la-facture-de-deepwater-depasse-les-65-milliards-de-dollars_560478)

sont pas en contradiction mais plutôt dans une dialogique. Elles se nourrissent mutuellement et peuvent tout à fait amener à la création d'une valeur réconciliante (comme une « valeur partagée ») de l'entreprise. Encore une fois, il est facile de refaire l'histoire quand on connaît les conséquences désastreuses de la catastrophe pétrolière du golfe du Mexique que nous venons d'évoquer plus haut. Mais quel actionnaire avait en tête la seule VA au point que cette stratégie lui en coûterait 65 milliards de dollars et une pollution sans précédent dans l'histoire des forages pétroliers, très dommageable pour l'entreprise BP, ses parties prenantes, l'environnement et la Société en général. Dans ce cas précis nous constatons bien que l'économie n'est pas une équation à somme nulle, toutes les parties prenantes ont été perdantes.

Le point clef de la réconciliation de cette dialogique des valeurs actionnariale et partenariale réside alors dans la capacité du dirigeant à s'assurer qu'elles sont les variables d'une équation économique à somme positive pour toutes les parties prenantes.

Il faut aussi permettre de mieux mesurer la valeur partenariale pour lui redonner son rôle clef dans l'équation de la création de la valeur dans son sens « global ».

Dans les faits il existe une complexité née des critères de la mesure que l'on souhaite mettre en avant, et qui repose plus souvent sur une notion qualitative que quantitative et donc très difficilement mesurable d'un point de vue scientifique.

Par ailleurs, le caractère multidimensionnel de la valeur partenariale, sans pouvoir imposer une mesure unique comme celle que l'on connaît de la VA, peut aussi représenter une limite importante de la réconciliation.

Mais il n'en reste pas moins que cette dialogique des valeurs impose, si ce n'est une réconciliation, du moins un rééquilibrage dans l'équation du poids de la VP vis à vis de la VA.

Pendant de nombreuses années les économistes et chercheurs en stratégies des organisations ont enseigné l'affrontement, ou le rapport de force comme terreau de l'avantage concurrentiel de l'entreprise. C'est par exemple, la rhétorique du modèle « Porter 5 forces » développé dans les années 1980, et qui se focalisait plutôt sur les menaces et le contrôle que les opportunités portées par les acteurs de la relation directe avec l'entreprise.

Cette approche ne laissait que peu de place aux stratégies de collaboration entre les acteurs et les ressources.

Aujourd'hui pour que l'ensemble soit plus homogène et que l'entreprise « internalise » dans la création de valeur les ressources fondamentales comme les employés, les clients, les fournisseurs, et ses externalités (tel son environnement), il est important d'envisager l'ensemble de ses acteurs comme des collaborateurs, co-créateurs de la valeur de l'entreprise (par exemple les clients qui sont sollicités pour co-créeer des produits avec l'entreprise, par exemple de Général Electric). C'est ce que Porter et Kramer ont entrepris de faire dans un nouveau concept de valeur « partagée », que nous développons plus bas dans cette partie.

### 3.2. La perte de sens du rôle de l'entreprise finit par détruire la valeur

Quand nous essayons d'analyser l'origine de la crise de 2008, nous constatons qu'elle est en partie due à la perte de repère de nombres d'entreprises qui se sont focalisées presque exclusivement sur leurs résultats trimestriels à destination des marchés financiers. Dans la tourmente de la crise, ces entreprises ont perdu leurs repères chiffrés, pour bons nombres d'entre elles l'objectif unique de la stratégie d'entreprise. L'exemple de Starbucks est emblématique de cette dérive. Le retour d'Howard Schultz à la tête de l'entreprise pendant cette crise a été salvateur, mais toutes les entreprises n'ont pas eu la chance d'avoir « leur Howard Schultz ». Jack Welch, ex-patron de General Electric, considéré comme le champion de la création de VA, confesse à cette même période, dans une interview au Financial Times<sup>112</sup> « *si on regarde les choses en face, la valeur actionnariale est l'idée la plus stupide du monde : il s'agit d'un résultat, pas d'une stratégie en soi, car votre véritable force reste vos employés, vos clients et vos produits* ».

---

<sup>112</sup> Cf.: Francesco Guerrera (2009), « Welch rues short-term profit obsession », Financial Times, 12 March.

### 3.2.1. Quand la crise stigmatise l'absence de la « raison d'être » des entreprises

Ou l'histoire du sauvetage de Starbucks par son ex-CEO et « fondateur » Howard Schultz.

Dans une économie 4.0 qui, lorsque l'on regarde ses états financiers, ne ressemble plus vraiment à celle que les économistes ont pendant longtemps appelée l'économie « réelle », la performance de l'entreprise n'est plus regardée uniquement par le spectre de la production et des services offerts aux clients, du nombre d'emplois créés, d'usines ou de localisation dont elle dispose. En passant d'une économie de la possession à une économie 4.0 de l'usage, la valeur créée par l'entreprise réside désormais dans une dimension que la comptabilité qualifierait « d'intangible ». Elle se trouve dans le cloud, dans son image de marque, sa réputation, la vision stratégique du dirigeant et dans sa capacité à générer de la valeur financière dans le futur. Plus que de répondre à la question du « quelle valeur » l'entreprise peut créer et quels sont les risques associés à la préservation de la valeur, on recherche maintenant à répondre au « pourquoi » et « comment » l'entreprise va générer la valeur et les impacts associés, ce que d'aucuns appellent « sa raison d'être ». Le curseur se déplace du savoir-faire au savoir être. Il faut être capable de donner du sens à ce que l'on fait. Larry fink dans sa lettre annuelle (2019) aux dirigeants d'entreprises cotées écrit à ce propos: *“Purpose is not a mere tagline or marketing campaign; it is a company's fundamental reason for being – what it does every day to create value for its stakeholders. Purpose is not the sole pursuit of profits but the animating force for achieving them. Profits are in no way inconsistent with purpose – in fact, profits and purpose are inextricably linked.”*<sup>113</sup> Et de poursuivre en interpellant les dirigeants *“As CEOs, we don't always get it right. And what is appropriate for one company may not be for another. One thing, however, is certain: the world needs your leadership”*.

Aussi le lien entre le dirigeant « stratège » et la performance globale de l'entreprise est plus que jamais le centre de toutes les attentions. Pour incarner au mieux son entreprise, ce dernier doit être le « leader » dépositaire de cette raison d'être. Au travers d'un processus stratégique

---

<sup>113</sup> La raison d'être n'est pas un simple slogan ou une campagne de marketing ; C'est le sens fondamental de l'existence de l'entreprise – ce qu'elle fait chaque jour pour créer de la valeur pour ses parties prenantes. La raison d'être n'est pas le seul objectif de profitabilité, mais plutôt la force/le sens qui anime l'entreprise pour atteindre cet objectif. La recherche de profitabilité n'est nullement incompatible avec la raison d'être – en fait, la recherche de profitabilité et la raison d'être sont inextricablement liées.

singulier, il fixe une ligne de conduite cohérente pour manœuvrer dans son environnement, la raison d'être lui permettant de gérer des temps (court et long termes) et des attentes différentes (celles de ses parties prenantes) sans perdre le « sens » du pourquoi l'entreprise existe et perdure.

Selon Drucker (1954) l'importance du processus de planification stratégique par le dirigeant, et la mise en œuvre d'un système de performance, permettent à l'entreprise de constater son niveau de progression dans le temps, vis-à-vis de ses objectifs de performance. Clairement, le management par objectifs peut être vu comme le précurseur de la gestion par la valeur. Cependant, ce dernier craignant la confusion possible entre la fin et les moyens des stratégies des dirigeants d'entreprise, précisait alors à l'époque : *“Profit for a company is like oxygen for a person. If you don't have enough of it, you're out of the game. But if you think your life is about breathing, you're really missing something.”* Autrement dit l'objectif de l'entreprise n'est pas le profit mais ce que l'on fait du profit généré par son activité.

Quand nous constatons l'ampleur de la crise de 2008, cet avertissement de Drucker n'a eu qu'une limite, celui d'avoir été ignoré. Cette crise a mis en exergue la crainte de Drucker, la perte de repère de nombres d'entreprises qui se focalisaient jusque-là sur leurs résultats trimestriels fournis aux marchés financiers.

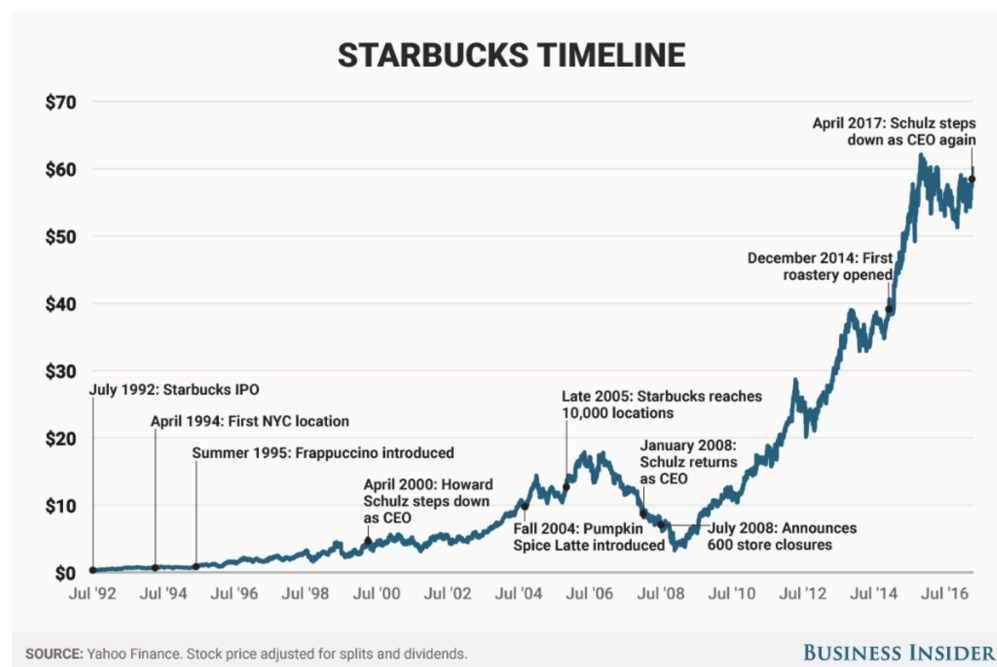
Dans la tourmente de la crise, ces entreprises ont perdu leur repère chiffré qui leur servaient d'objectif. Au travers de l'exemple des cafés Starbucks et de son fondateur H. Schultz, nous faisons échos aux propos de Drucker. Peu de temps avant le début de la crise, en Février 2007, Schultz écrit à Donald (le CEO de l'époque) une lettre dans laquelle il tente de l'alerter sur les enjeux du groupe et la perte des repères de la Direction sur la mission de Starbucks *« Clairement, Il nous a fallu rationaliser le design de nos points de vente pour réaliser des économies d'échelle, et pour faire en sorte que le ratio de retour sur investissements satisfasse les marchés financiers. Cependant, un des résultats de cette initiative a été de nous faire perdre l'âme et la convivialité de nos points de vente, les transformant en un concept de « chaine » leur faisant perdre leur coté chaleureux de café de quartier »*<sup>114</sup> ... et à ce que l'on pourrait appeler la marchandisation de notre marque ». Janvier 2008, le conseil d'administration vote le retour de Schultz à la tête de l'entreprise.

---

<sup>114</sup> Notre traduction de « *clearly, we have had to streamline store design to gain efficiencies of scale and to make sure we had the ROI [return on investment] on sales to investment ratios that would satisfy the financial side of our business. However, one of the results has been stores that no longer have the soul of the past and reflect a chain of stores vs. the warm feeling of a neighborhood store* »

Le 30 Janvier 2008, pendant la présentation des résultats trimestriels, Schultz annonce qu'il ne produira plus les chiffres de ventes par magasin, (les « comps »). La réaction des analystes ne se fait pas attendre: « *I would really love to know why you think it would help your stock, the company, investors or anybody to remove disclosure at a time like this?* “. Schultz, est convaincu que dans le temps de la transformation ce qui a pu apparaître comme un outil de mesure de la performance dans les périodes fastes, peut devenir un « dangereux ennemi ». Février 2008 Howard Schultz prend la décision de fermer environ 7200 points de vente pendant 3 heures pour une formation des 135,000 barista du groupe Starbucks à la préparation du café. L'impact financier est colossal dans cette période critique pour Starbucks.

Le graph suivant résume à lui seul l'effort mis par Howard Schultz depuis 2008 à transformer Starbucks, y remettre du sens, de la raison d'être (ce qu'il appelle « soul of starbucks »), avec les conséquences positives de la création de valeur et de la profitabilité retrouvée.



Source <https://static-ssl.businessinsider.com/image/58fa76a60ba0b826758b45ee-1200>

Quand H. Schultz est interrogé par les journalistes sur son incroyable sauvetage, sa réponse est sans équivoque quant au rôle des marchés financiers : « *Success is not sustainable if it is defined by how big you become or by growth for growth's sake. Success is very shallow if it doesn't have emotional meaning. I think there was a herd mentality—a reason for being that somehow*

*became linked to PE, the stock price, and a group of people who felt they were invincible. Starbucks isn't the first company that has happened to, and thankfully we caught it in time ».<sup>115</sup>*

Les marchés financiers saluent la performance d'un dirigeant charismatique, A l'annonce de son nouveau départ de l'entreprise, l'action Starbucks perd 3,35% en fin de séance.

L'analogie pourrait être faite avec Sergio Marchionne, CEO emblématique, qui a organisé le sauvetage de Fiat et racheté Chrysler. En 2004, en constatant que le groupe souffre « de trop de management et de pas assez de leadership. » il décide de renouveler toute la direction. **Ces deux dirigeants avaient en commun** un caractère visionnaire et un leadership qui a transcendé toutes les étapes, les contraintes et les difficultés que rencontre le dirigeant dans ses choix stratégiques pour la création de valeur.

Une croyance avant tout dans les hommes et le sens du pourquoi l'entreprise crée la valeur. Car même si cela était pour eux une condition nécessaire, la création de valeur pour les actionnaires n'était pas la raison d'être de leur vision d'entreprise, plutôt la conséquence positive de leur choix courageux et innovants.

### 3.2.2. Quand l'innovation disparaît au profit de la maximisation de la valeur actionnariale.

Si la nature des activités de recherche et développement et les choix d'investissement varient considérablement d'une entreprise à l'autre, un constat demeure certain : l'innovation est incontournable pour les entreprises et ceci pour plusieurs raisons :

Innover c'est l'opportunité de rester concurrentiel sur un marché globalisé. Aujourd'hui l'entreprise est en permanence comparée aux meilleurs de son industrie, elle se doit d'être à la pointe de la technologie au risque de disparaître. Nokia, Dell et d'autres en ont fait les frais et reviennent dans la compétition internationale avec les enseignements de la nécessité d'innover en permanence.

---

<sup>115</sup> Traduction française « *La réussite n'est pas viable si elle est définie seulement par la taille de votre entreprise ou par la croissance pour la croissance. Le succès est très superficiel s'il n'a pas de sens émotionnel. Je pense qu'il y avait au sein de Starbucks une mentalité de « troupeau » -une raison d'être qui en quelque sorte s'est focalisée sur le bénéfice par action, le prix de l'action, et un groupe de personnes qui ont senti qu'ils étaient invincibles. Starbucks n'est pas la première entreprise à qui c'est arrivé, et fort heureusement nous l'avons arrêté à temps ».*



Innover c'est un moyen de créer de la valeur pour ses clients, ses partenaires, en diminuant ses coûts de production par des améliorations de produits ou processus existants. C'est par exemple le cas de l'industrie automobile qui vit le plus gros bouleversement de son histoire et réinvente toute l'architecture matérielle et logicielle des véhicules dans un nouveau concept autonome, connecté, et surtout moins polluant.

Innover c'est encore conquérir de nouveaux marchés et de nouveaux clients, c'est Amazon qui entre sur le marché de la grande distribution ou la santé, c'est Google qui finance en partie le projet « O3B » pour « Other 3 Billions » d'êtres humains non connectés à l'internet haut débit notamment en Afrique subsaharienne et près de l'équateur.

Innover c'est aussi s'assurer de garder ses talents en les motivant au travers de la formation ou de l'échange des idées nouvelles. Les modèles de l'organisation tel que l'holocratie ou encore l'entreprise libérée, repensent complètement le concept de la hiérarchie entre les personnes.

Innover c'est aussi donner aux actionnaires des indications sur les revenus futurs élément déterminant de la valorisation de l'entreprise sur les marchés financiers.

Innover c'est enfin anticiper et conduire le changement dans l'entreprise ce qui lui permettra d'être préparée pour les grandes transition sociétales (les entreprises libérées), économiques (l'économie du partage, l'économie circulaire) et environnementales (les green énergies).

En résumé innover est la condition sine qua non de la création de richesse, cette valeur organique fondamentale à la survie de l'entreprise.

Et pour pouvoir innover le dirigeant ne devrait pas se retrouver dans cette situation très dichotomique des arbitrages quasi systématiques entre dividendes et financement de l'innovation (incluant le recrutement et la formation des talents ressource créative fondamentale pour l'innovation).<sup>116</sup>

Cette notion dichotomique du partage de la valeur est surtout de combien il faut partager ? et entre qui ? est au centre du débat entre VA et partenariale. A ce sujet, en 2008 le rapport Cotis remis au gouvernement propose de voter la « règle des trois tiers » pour le partage de la création de valeur par l'entreprise. Cette idée qui n'est pas nouvelle (portée et appliquée par Antoine

---

<sup>116</sup> A ce propos lire l'intervention de B Obama en Décembre 2017 Au club des Napoléon, le thème en était « fear less, Innovate more », dans laquelle il appelle à construire "un nouveau contrat social" pour une société "plus inclusive", qui investit dans les talents des populations.

Riboud, Danone) et reprise depuis par Serge Dassault, ne fait pourtant pas l'unanimité dans la majorité.<sup>117</sup>

Elle pose en effet certaines limites importantes. Tout d'abord, elle participe de l'idée que toutes les entreprises auraient le même cycle d'investissement et d'exploitation. Or ceci n'est pas réaliste d'un point de vue financier. Si l'entreprise est une start-up il est fondamental que la très grande majorité de la valeur créée soit allouée à l'investissement dans les talents, les innovations pour permettre à l'entreprise de se développer vers un premier point de maturité.

Par ailleurs elle ne considère pas les cycles de liquidité des marchés financiers. Or quand les marchés souffrent d'une crise de liquidité, il est toujours préférable pour l'entreprise de garder ses liquidités plutôt que de le distribuer au risque de ne pas pouvoir, le cas échéant, en obtenir pour de nouveaux investissements.

Il est donc clair que cet arbitrage ne devrait pas être issue d'une réglementation mais plutôt être tranché au cas par cas, en prenant en compte l'écosystème et la maturité de l'entreprise dans son environnement, et c'est bien là, le rôle du dirigeant d'arbitrer.

Ce qui est clair aussi c'est qu'un arbitrage systématique vers l'actionnaire tend à détourner le dirigeant des objectifs premiers de son entreprise, celui de pérenniser son activité dans le temps au travers de sa raison d'être. Et l'innovation qui joue un rôle majeur tout aussi important que le financement, ne devrait pas se retrouver dans la balance au profit éventuel du capital financier. Nous ne sommes pas dans un « ou » exclusif.

A ce propos, **Lazonick** (2016, p6) propose en fait et place de la théorie de l'agence (qui est plutôt selon lui, une théorie de l'extraction de valeur) de changer de paradigme en proposant de s'appuyer sur la théorie de l'innovation (source de la création de valeur par le dirigeant d'entreprise).

Sur ce principe Lazonick (2014,2016) considère par exemple que la stratégie de rachat d'actions est négative pour l'entreprise car, de fait, elle limite sa capacité d'innovation, en transférant les liquidités qui pourraient être consacrées à la recherche et développement, ou encore à

---

<sup>117</sup> Plus récemment Jean Peyleverade, ancien dirigeant du Crédit Lyonnais entre 1993 et 2003, dans son livre « Changer ou disparaître, adresse au patronat » (2018, p154), propose d'octroyer « un droit automatique de copropriété » à savoir, que 25% du capital soit donné « à la collectivité des employés, par émissions d'actions, quote-part du capital avec les droits économiques attachés ».

l'acquisition et à la formation de talents créatifs, vers les actionnaires. Il regrette que le modèle de rémunération des dirigeants soit tel que 60 et 80% de la rémunération totale soit variable et payées en titres. Selon lui, un tel mécanisme ne peut qu'inciter les dirigeants à se concentrer sur toute stratégie qui permettra en priorité l'augmentation du prix de l'action, y compris celui de l'extraction de la valeur, avec effet de levier financier comme celui du rachat d'actions. Pour Lazonick le dirigeant dispose alors de 3 conditions sociales ce qu'il appelle « social conditions of innovative enterprise » :

- Le contrôle stratégique,
- Le degré d'intégration de l'organisation,
- Et enfin l'engagement financier dans le temps.

Conditions largement compromises, à leur actuelle, par les effets de leviers à disposition des dirigeants. Il propose donc que le rachat d'action soit interdit par la SEC (mécanisme autorisé depuis 1982 aux États-Unis) afin de se consacrer pleinement à la création de valeur organique, celle liée à l'innovation par l'entreprise. En résumé, Lazonick propose de reconsidérer le modèle actuel et de remplacer en premier lieu la référence à la théorie de l'agence par celle de la théorie de l'innovation. « *as a mode of analyzing how the operation of an economy, supported by the strategies and structures of the business enterprises within it, can attain the objectives of stable and equitable economic growth* ». Cet élément va dans le sens de la réconciliation des valeurs car il permet à toutes les parties prenantes, de considérer la capacité de l'entreprise à se projeter et à créer de la valeur dans le temps. Ceci n'est pas en contradiction avec la VA qui d'ailleurs considère la valorisation de l'entreprise sur sa capacité à générer des flux de trésorerie future.

**Zingalès et Hart** (2017) de leur côté posent la question légitime et fondamentale de la raison d'être de l'entreprise, au travers de son rôle et celui de son dirigeant dans la Société : « *what is the appropriate objective function for a firm, particularly a public company? This question can in turn be divided into two sub-questions. The first is, what does the law (in the United States, say) require the board of directors or managers of a (public) company to do? The second is, what should managers do ?* » ;

En faisant référence à l'article de Friedman (1970) « the social responsibility of business is to increase its profits » qu'ils considèrent, avec la gouvernance des entreprises, comme le catalyseur du déséquilibre vers la maximisation de la valeur pour l'actionnaire, les auteurs nous mettent en garde contre certaines interprétations erronées. En premier lieu, celle qui envisage les intérêts des actionnaires dans leur simple caractère véral. Les actionnaires sont avant tout des personnes qui ont des valeurs éthiques et des aspirations sociétales et dans ce contexte il est erroné et partiel de les envisager comme un ensemble homogène d'individus intéressés seulement par les gains matériels et financiers. Les auteurs s'appuient d'ailleurs sur le caractère ubiquiste de l'actionnariat (Martinet et Reynaud, 2001) qui fait d'un client d'un concessionnaire automobile ou d'un employé de la marque, tous les deux des potentiels actionnaires de l'équipementier et qui, pour l'un, préférera acheter une voiture à un prix raisonnable, et pour l'autre, être correctement payé, plutôt que de recevoir une valeur de dividendes maximisée. Aussi il ne peut pas s'agir de séparer comme le suggère Friedman les rôles et de demander à l'entreprise de se concentrer sur sa création de valeur pendant que les citoyens (pour certains actionnaires) et les États prennent en considération et gèrent les externalités générées par cette dernière (pollution, etc). Selon, les auteurs « *money-making and ethical activities are often inseparable.* » (p3).

**A ce stade nous faisons nôtre la conclusion des auteurs, à savoir “*Shareholder welfare is not equivalent to market value...and so, we believe that shareholder welfare maximization should replace market value maximization as the proper objective of companies*”. Il semble qu'il y ait eu méprise sur la définition de ce que veut dire la maximisation de la valeur pour l'actionnaire. Celle qui ne prend pas en compte les impacts et conséquences des externalités créées par les décisions s'expose à des impacts financiers bien plus préjudiciable pour l'actionnaire.**

La loi PACTE renforce cette idée mais la « raison d'être » n'est pas un concept nouveau pour l'entreprise. Pour Collins et Porras les auteurs d'entre autres « Built to Last ; successful habits of visionary companies » (2000) la raison d'être est l'élément fondateur de l'entreprise. Elle traduit le sens profond, l'intention majeure de l'existence d'une organisation. Portée par les valeurs de l'entreprise, la « raison d'être » se veut singulière et permet de comprendre ce qui la distingue de ses concurrents et ce qu'elle apporte à sa clientèle. Elle favorise l'autonomie des individus mais aussi leur cohésion pour la création de valeur. Elle incarne une conviction forte qui mobilise et qui inspire chacun qu'il se trouve à l'intérieur mais aussi à l'extérieur de l'entreprise. La Mission est alors l'expression de la « raison d'être » en termes de guide pour

l'action stratégique tandis que la Vision est au service de la raison d'être pour imaginer un futur ambitieux, où proactivité et d'adhésion constructive des parties prenantes sont très importants face aux changements et aux différentes évolutions pendant (comme le dirait Mintzberg) le « voyage en pays stratégique ».

Pour toutes ses raisons, et surtout pour celle qui dit que la maximisation de la valeur pour l'actionnaire fait rarement une bonne « raison d'être », il est urgent de revenir à la « raison d'être » singulière de l'entreprise pour sortir de cette injonction exclusivement financière et très court termiste.

### 3.3. Pourquoi réconcilier les valeurs : la fin d'un business model ?

#### 3.3.1. D'une économie de la possession à une économie de l'usage

... Ou la nouvelle nécessité « d'internaliser » les externalités de l'entreprise.

Telle une prophétie Rifkin (2014) nous rappelle que « *Les grandes mutations économiques – et il n'y en a pas eu des centaines dans l'histoire de l'humanité – se produisent quand trois révolutions technologiques convergent au même moment pour construire une plateforme d'opération unique pour l'économie* ». Il nous explique que l'économie est en train de muter vers un nouveau système de production et de consommation qu'il qualifie de « communaux collaboratifs » portée par une nouvelle génération les millennials et la révolution technologique des IoT (« Internet of things »). Cette génération des « millennials » impose des mutations économiques et sociétales extrêmement rapides aux entreprises. Aujourd'hui nombres d'études montrent que la grande majorité des milleniums préfèrent utiliser leur argent pour vivre des expériences de vie plutôt que d'acheter un bien (une voiture, un ordinateur). C'est le signe que le rapport à la propriété est en train de bouleverser les modèles économiques des entreprises. Selon Rifkin, l'évolution de l'économie de la possession vers celle de l'usage, portée par cette génération hyper connectée, amène rapidement le capital social au-devant du capital économique et financier. Ce désintéressement total des objets en tant que possession pour se concentrer sur l'accès à l'expérience créée par son biais, n'est pas nouveau. Ce concept est apparu dans les années 1990, sous le nom d'économie de « fonctionnalité ». Ce concept a d'ailleurs fait le succès en BtoB<sup>118</sup> de Michelin, ou encore Xerox par exemple qui a transformé son modèle économique pour passer de la vente à la location de photocopieurs. Il y a quelques années encore, on avait peine à imaginer que les consommateurs puissent réellement renoncer à la propriété de leurs objets et en particulier leur voiture, symbole de la liberté individuelle. Aujourd'hui l'économie d'usage ou de fonctionnalité n'est plus un marché réservé B2B elle devient un marché B2C global.

Et ce qu'il y a de très intéressant dans ce mouvement, c'est qu'il possède un caractère vertueux malgré lui. L'entreprise restant propriétaire des produits qu'elle fournit, le recyclage et la

---

<sup>118</sup> Business to Business

gestion des déchets ne sont plus des externalités de l'entreprise. Ils deviennent des enjeux de business internes qu'il faut traiter dans un esprit de « cycle de vie du produit », ce que certains appellent aussi « l'économie circulaire ».

Alors dans une économie mondialisée, synonyme d'abondance et de surconsommation, où l'on connaît l'obsolescence programmée, cette mutation à grande échelle portée par les millennials a ceci d'intéressant, qu'elle propose de regarder à l'intérêt de la communauté plutôt que sur la seule satisfaction des désirs individuels. Le succès de BlablaCar, Airbnb, Deezer, Netflix est emblématique de cette mutation vers l'économie de l'usage. Il n'y a qu'à voir la réaction d'entreprise comme Accor qui souhaitant résister à la concurrence des Airbnb et Booking.com vient d'organiser par étapes, la vente de son parc hôtelier, pour investir dans le e-marketing et devenir une entreprise de service et de l'usage, ou encore Apple qui constatant la stagnation de ses ventes d'iPhone se lance dans la course du streaming et des production vidéo pour concurrencer Netflix, Amazon, Google et autres.

### 3.3.2. Des valeurs au service de la valeur

#### **Nous faisons face à une défiance des grands groupes d'entreprises cotées et leur dirigeant.**

Cet état de fait est largement partagé par la génération des millennials, ces jeunes entre 18 et 35 ans, qui ont une puissance de création de normes sociales étonnante, que les dirigeants d'entreprises cotées ne pourront ignorer dans l'avenir. En Octobre 2018, au travers d'un « manifeste pour un réveil écologique » un collectif d'étudiants des plus grandes écoles françaises (HEC Paris, AgroParisTech, CentraleSupélec, l'Ecole Polytechnique et l'ENS), adressent un message fort à destination des entreprises. *« En tant que citoyens, en tant que consommateurs, en tant que travailleurs, nous affirmons donc dans ce manifeste notre détermination à changer un système économique en lequel nous ne croyons plus. Nous sommes conscients que cela impliquera un changement de nos modes de vie, car cela est nécessaire : il est grand temps de prendre les mesures qui s'imposent et de cesser de vivre au-dessus de nos moyens, à crédit de la planète, des autres peuples et des générations futures ».*<sup>119</sup>

---

<sup>119</sup> <https://pour-un-reveil-ecologique.fr> publié en Octobre 2018.

Plus question pour ces futurs diplômés de foncer tête baissée sur des offres d'emplois si celles-ci ne satisfont pas leurs valeurs. Par ce manifeste, ces derniers s'engagent à ne plus travailler pour des entreprises polluantes qui ne prendrons pas en compte les problématiques environnementales. Un étudiant de polytechnique explique très justement que cette démarche n'est pas destinée à boycotter les entreprises mais plutôt à faire prendre conscience à chacun que ce changement ne pourra se produire que par une prise de conscience collective des parties prenantes de l'entreprise et en premier lieu ses employés. Il déclare " *Nous voulons seulement pousser les étudiants à repenser la relation aux entreprises. Amorcer une réflexion sur le sujet*".

Cette démarche éthique et déontologique n'est pas nouvelle mais elle était plutôt « internalisée » jusque-là. Dès le début des années 2000 après les scandales d'Enron et Tyco, les grandes écoles se sont alors employées à répondre à la problématique des comportements non éthiques, en développant de nouveaux cursus et notamment ceux sur la conformité, la gouvernance et la responsabilité sociale des entreprises. Ghoshal regrette (2005) « *They do not need to create new courses; they need to simply stop teaching some old one*. L'auteur est très critique à l'égard de l'enseignement académique et des theories de management dispensées par les sciences sociales « *I suggest that by propagating ideologically inspired amoral theories, business schools have actively freed their students from any sense of moral responsibility. ...* ». Selon lui, bon nombre des pratiques managériales qui sont alors reprochées aux dirigeants trouvent leurs racines dans un ensemble d'idées qui ont émergé des théories économiques développées depuis les années 70 et dont les grandes écoles se sont fait l'écho dans leur programmes MBA à destination de ces futurs dirigeants d'entreprise, et sans mesurer l'impact que cela aurait sur leur comportement.

En 2009, J. Light reconnaît « *Nous venons d'assister à un échec retentissant et dégrisant des garde-fous financiers, des marchés financiers, des institutions financières, et surtout du leadership à différents niveaux. Nous laisserons à d'autres le soin de déterminer les responsabilités. Cela n'est pas très intéressant. Mais nous devons en réalité être impliqués dans la résolution du problème* »<sup>120</sup>. Il propose alors d'ouvrir un débat afin de réfléchir sur la raison d'être de l'enseignement dans les grandes écoles mais aussi et surtout pour sensibiliser et responsabiliser les futurs grands acteurs de l'économie sur l'importance des conséquences de leur comportement sur la Société.

---

<sup>120</sup> Jay light discours pour le 100 anniversaires d'Harvard. <https://www.youtube.com/watch?v=5BXsMrJ299g>



La promotion Harvard 2009, propose alors un “serment d’Hippocrate pour les affaires”<sup>121</sup>. Par serment, les médecins jurent de préserver la vie ; les avocats, d’agir avec « *indépendance, probité et humanité* » pour le droit d’être défendu, le serment du MBA a pour objectif « *A voluntary pledge to create value responsibly and ethically* ». Le principe d’un serment destiné aux futurs dirigeants n’est pas nouveau et jusque-là a relevé d’une initiative interne à chaque école. En 2002, l’INSEAD en France et quelques autres écoles a initié ce processus, d’autres suivront ensuite. Et **même s’il est perfectible, ce qui est intéressant dans un tel processus c’est qu’il contribue à renforcer l’idée que le management est une profession, comme celle de médecin, et que cette profession doit agir selon un ensemble de valeurs <sup>122</sup> et un code de conduite des affaires qui est représenté par le serment du MBA.**

De nombreuses recherches ont démontré les effets positifs sur les comportements humains d’un engagement écrit dans leur profession. En effet la promesse que l’on fait, possède une valeur « performative » ; en la prononçant devant autrui on accomplit une action qui nous engage, à la différence d’un vœu formulé pour soi-même. Ce processus donc, en tant que contribution éthique et sociétale, met en avant la réalité qui s’offre aux étudiants aujourd’hui ; Celle (en dehors de la loi) de pouvoir changer culturellement les choses et décider en tant que professionnel de se comporter de façon éthique et déontologique en fonction d’un ensemble de valeurs qui correspondent à celles de leur communauté et d’en assumer les conséquences morales en cas de manquement à cet engagement.

La communauté bancaire est un exemple symptomatique et qui démontre qu’au-delà des nouvelles régulations financières mises en place au sortir de la crise de 2008, Il faut aussi et surtout changer la culture des affaires et en particulier celle des banques. En ce sens, depuis 2015, pour la première fois en Europe, la Hollande a voté une loi qui impose à ses banquiers de jurer (sur dieu ou sur l’honneur) d’être intègres et d’adopter une discipline irréprochable sous peine de sanctions (de la simple amende à la suspension et à l’interdiction d’exercer). Cette loi fait suite à la démission de l’ancien patron de Rabobank après que l’établissement ait été condamné à payer 774 millions d’euros d’amende pour son implication dans l’affaire de manipulation des taux interbancaires LIBOR. L’histoire nous dira si ce principe aura eu des effets positifs sur la Finance.

---

<sup>121</sup> <http://mbaoath.org/about/translations-of-the-oath/mba-oath-in-french/>

<sup>122</sup> <https://knowledge.insead.edu/leadership-organisations/why-an-mba-oath-1368>

### 3.3.3. Les investisseurs se désengagent des entreprises qui ne prennent pas en compte leurs externalités

En dehors des employés, les investisseurs, dans un contexte qui peut être à la fois opportuniste et engagé, commencent à considérer les externalités des entreprises dans leur modèle d'investissement.

Les banques par exemple, sont très concernées par le qu'on appelle les « stranded assets ». Ce vocable anglo-saxon qualifie de « bloqués », les actifs présents au bilan des entreprises, attendu que ces certains d'entre eux peuvent subir une dévaluation importante et soudaine suite à un changement en matière de législation (le tabac, le pétrole...), de contraintes environnementales (les voitures diesel) ou d'innovations technologiques (les voitures autonomes), qui les rend alors obsolètes avant tout amortissement comptable complet. De nombreux marchés sont concernés par ce phénomène. C'est le cas par exemple des technologies, de l'industrie automobile et des entreprises de l'énergie qui sont particulièrement regardées par les institutions bancaires. Dans une étude menée par le cabinet McKinsey et le Carbon Trust en 2008, ces dernières constatent alors que plus de la moitié de la valeur des actions des sociétés pétrolières et gazières résultent des flux de trésorerie future à plus de 10 ans. L'étude confirme que 30-40% de la valeur est en péril dans ce secteur en raison de la baisse de la demande anticipée pour les énergies fossiles, réduisant les prix du pétrole et du gaz (qui n'est plus alors la résultante de la géopolitique économique entre l'OPEP et le reste du monde). Le même constat est fait par HSBC pour les entreprises de l'industrie du charbon.

Cette notion de « stranded assets » est un sujet pris particulièrement sérieux par les institutions bancaires depuis les années 1990, période où les préoccupations environnementales et climatiques ont commencé à prendre de l'ampleur dans les médias et au niveau sociétal. Mais avec la COP21, les choix d'investissement stratégiques des institutions bancaires liés à des projets à fort impacts environnementaux et sociétaux, sont devenus une question stratégique de premier ordre. En dehors de la pression organisée par les ONG sur leur réputation, les banques font dorénavant face à une potentielle crise systémique de ses « stranded assets » et par conséquence, sont très attentives. En tant que témoins de ce changement de législation, ces dernières demandent dorénavant aux grandes entreprises de divulguer leurs émissions au travers d'indicateurs extra financiers comme le CDP (Carbon Disclosure Project) ou l'IIGCC

(Institutional Investors Group on Climate Change), afin de reporter de façon transparente les risques et opportunités à long terme de ces nouveaux enjeux. La chute du prix du pétrole de 2015\_2018 a d'ailleurs précipité leur politique de désengagement du secteur des énergies fossiles (pétrole, gaz, charbon), touché de plein fouet par cette dévaluation des actifs dits « bloqués ». Et c'est par exemple, une des raisons qui a poussé Shell à abandonner ses forages en Arctique à l'automne 2015. Les banques constatant les risques techniques forts dans cet environnement très hostile, les risques réputationnels face à l'opposition des ONG, les potentielles conséquences de « stranded assets » au bilan de de Shell, mais aussi la résistance interne des cadres de Shell qui ne voulaient pas que leur entreprise se lance dans un projet à forte conséquence environnementale, décident de ne pas suivre le pétrolier dans sa conquête de l'arctique. En Juin 2015 Shell cède ses droits de prospection à une ONG environnementale. La décision de Shell est aussitôt saluée par la banque ABN Amro et par la caisse de retraites néerlandaise ABP, un des actionnaires les plus importants de Shell, qui commente. *“Beaucoup de caisses de retraites sont en effet sous pression pour diminuer leurs investissements dans les énergies fossiles au bénéfice d’investissements dans le développement durable”*.

Par ailleurs, au regard des publications et des objectifs 2050 de l'Organisation Maritime Internationale, sur les émissions de gaz à effet de serre par l'industrie du transport maritime, les institutions bancaires ont annoncé une nouvelle initiative appelée « Poseidon principe »<sup>123</sup>. Celle-ci consiste pour les premiers signataires (onze banques et institutions financières parmi lesquelles Société Générale, Crédit Agricole, CIB, qui détiennent à elles seules, 20% du portefeuille de financement du transport maritime) à s'engager à mesurer chaque année l'empreinte carbone de leurs portefeuilles de navires financés et à publier de façon transparente les résultats obtenus en fonction des nouvelles normes et objectifs définis par l'OMI. Le vice-président du comité Paul Taylor (et responsable transport maritime et offshore chez Société générale) interviewé sur le sujet, commente *« les banques ont un rôle majeur à jouer pour accompagner les armateurs vers une dé-carbonisation du transport maritime »* et quand on demande comment ils peuvent proposer en plus d'une mesure, des solutions pour cette transformation et l'atteinte des objectifs fixés par l'OMI, un des dirigeants de Maersk<sup>124</sup>

---

<sup>123</sup> Mis en œuvre à l'initiative de 3 grandes banques Citi, Société Générale et DNB avec bien sûr le soutien majeur des entreprises du secteur comme Maersk, Cargill, Euronav, Lloyd's Register, et d'experts comme le Global Maritime Forum, le Rocky Mountain Institute et l'University College London Energy Institute.

<sup>124</sup> Transporteur danois et premier armateur mondial

souligne « *il faudra aux armateurs le soutien des développeurs de nouvelles technologies de propulsion, des régulateurs, des clients, et des institutions financières* » .

Les assurances de leur côté font face à des catastrophes naturelles dont les conséquences sont de plus en plus coûteuses, ce qui met à mal leur business model économique. En 2015, Henry de Castries alors PDG d’Axa lançait cette phrase, lors de la COP21, « *Un monde plus chaud de 4 degrés sera impossible à assurer* » avec une augmentation de 50% de la prime de risque à l’horizon 2050.

Même si cette tendance n’est pas encore majoritaire, en Europe, en tout cas, un nombre croissant de compagnies d’assurances (dont Allianz, Aviva, AXA et SCOR qui représentent 13% de tous les actifs d’assurance mondiaux) vendent leurs participations dans les entreprises polluantes (notamment celles du charbon pour environ 6 milliards de dollars<sup>125</sup>). La Fédération Française des Assureurs (FFA)<sup>126</sup> a par exemple, pris l’engagement de ne plus investir dans les entreprises qui ne renonceraient pas à leur plan de développement de nouvelles centrales à charbon. Axa en particulier dans son rapport annuel, « justifie » son engagement (ou devrions nous dire désengagement) par des motifs économiques « *ces facteurs peuvent avoir un impact sur les risques et les rendements* »<sup>127</sup>. En plus d’avoir signé les principes pour l’Investissement Responsable des Nations Unies, depuis 2015 l’assureur a entrepris de se désengager des industries nuisibles à l’environnement (industries émettrices de CO2 mais aussi pêche non certifiées pêche durable). Dans l’idée de création d’une « *shared value* » (inspirée de Porter et Kramer), la stratégie et l’action d’Axa pour la planète intègre l’inéluctabilité de la transition énergétique tout en en saisissant les opportunités d’en faire un avantage concurrentiel avec « un impact bénéfique sur le rendement des placements à long terme ». Son PDG, Thomas Buberl, invité à la conférence One Planet Summit confirme d’ailleurs « *Un monde qui se réchauffe de plus de 4 degrés n’est pas assurable. En tant qu’assureur et investisseur global, nous avons un rôle à jouer* ». Alors bien sûr, le chemin est long pour toutes les entreprises qui jusque-là n’ont pas intégré de tels enjeux dans leur business model et organise la transition. Interrogée sur le financement de l’entreprise allemande RWE (entreprise reconnue comme très polluante en Allemagne), la directrice RSE d’AXA précise que cela ne se fait plus en fonds propres puisque l’entreprise allemande ne répond pas aux critères d’exclusion adoptés sur le charbon *"Il s’agit de financements pour compte de tiers avec qui nous avons engagé un travail de pédagogie.*

---

<sup>125</sup> <https://www.insureourfuture.us/scorecard2018>

<sup>126</sup> <https://www.ffa-assurance.fr/la-federation/publications/enjeux-climatiques/lutte-contre-le-changement-climatique-les-assureurs-s>

<sup>127</sup> <https://group.axa.com/fr/a-propos-d-axa/investissement-responsable>

*Cela prend du temps mais cela va dans le bon sens puisque la plupart d'entre eux appliquent déjà le seuil d'exclusion de 50% du chiffre d'affaires."*

Alors bien sûr le chemin est long aussi, quand l'on constate que les financements accordés par les 33 plus grandes banques mondiales depuis la Cop21 représentent encore à peu près 120 milliards d'euros pour 2018. Il faudra probablement du temps pour que les entreprises intègrent totalement dans leur stratégie la transition énergétique comme un avantage concurrentiel de développement économique. Dans un communiqué de presse, BNP Paribas annonce « *Ces mesures conduiront BNP Paribas à cesser progressivement ses financements avec un nombre significatif d'acteurs qui ne s'inscrivent pas activement dans la transition vers une économie bas carbone* » et son dirigeant Jean-Laurent Bonnafé, dans [une tribune sur LinkedIn](#), d'ajouter « *Mon point de vue de banquier est que la transition énergétique est aujourd'hui l'autre nom du développement économique* ».

Et dans ce domaine le fond souverain norvégien donne le ton depuis quelques années. Même si les actionnaires se réclament les « propriétaires » de l'entreprise, tout au plus ils peuvent tenter d'influencer les prises de décisions des dirigeants et les inciter à considérer les conséquences de leurs décisions. C'est ce qu'a entrepris le fond souverain norvégien avec la refonte de ses statuts et ses engagements profonds sur l'éthique et l'environnement. Le fond, qui est présent au capital d'environ 9.000 entreprises à travers le monde, déclare régulièrement dans les journaux son engagement pour un changement de paradigme dans les entreprises, basé sur la prise en compte de l'environnement, de l'éthique, et de la déontologie des affaires. Depuis 2012 le fond s'est retiré de plus de 130 sociétés parmi lesquelles Boeing, Airbus, Wal-Mart, Rio Tinto, quand il estime qu'elles n'ont pas mis en place des mesures anticorruption efficaces, qu'elles sont coupables de violations graves des droits de l'Homme, ou encore qu'elles fabriquent des armes "particulièrement inhumaines". En 2017, le fond a même été plus loin en prenant la décision de se désengager des entreprises qui produisent le charbon, le tabac (Philip Morris) et le pétrole. Dans le même esprit, le fond de pensions finlandais, Varma<sup>128</sup> vient d'annoncer lui aussi sa décision de renforcer sa politique de lutte contre le réchauffement climatique, en renforçant ses audits sur les critères environnementaux, sociaux et de gouvernance (ESG) des entreprises fortement émettrices de gaz à effet de serre. Il a aussi ajouté

---

<sup>128</sup> Le fonds de pension Finlandais gère à fin 2018, 46,9 milliards d'euros.

à sa liste noire les entreprises dont l'activité dépend à plus de 30 % du charbon<sup>129</sup>. Quand la Finance devient partie prenante du changement, l'entreprise se doit de l'intégrer dans son plan stratégique au risque de perdre des opportunités de se financer sur les marchés.

### 3.3.4. La Société et les États acteurs engagés de la gestion des externalités négatives des entreprises.

Il semble que les dégâts environnementaux et sociétaux ne soient pas encore correctement assumés par les entreprises et proprement revus dans les politiques et stratégies de cycle de vie des produits. Cette situation implique que la Société et les États soient devenus malgré eux des acteurs engagés de la gestion des externalités négatives des entreprises. Le « name and shame » a refait surface et met à mal le « politiquement correct » qui faisait foi jusqu'à présent. En quelques minutes, les entreprises peuvent ainsi perdre leur avantage compétitif et leur réputation qu'elles auront mis des années à bâtir.

Le cas de Facebook déclenché suite au scandale Cambridge Analytica, en plus du « name and shame », a valu à son CEO Mark Zuckerberg de devoir se justifier devant une commission d'investigation du congrès américain et plus récemment devant la commission européenne. Cet état de fait même s'il s'organise, n'est pas nouveau. Déjà la fin des années 90, l'entreprise Nike avait dû, bien malgré elle, en supporter les conséquences. Son CEO et fondateur Philipp Knight confesse alors *"The Nike product has become synonymous with slave wages, forced overtime, and arbitrary abuse...I truly believe the American consumer doesn't want to buy products made under abusive conditions."* Fort de l'activisme de ses clients, Nike a dû prendre les mesures nécessaires pour regagner cette confiance. L'entreprise a fondé le "Fair Labor Association", une organisation à but non lucratif afin d'établir des normes de travail communes pour ses sous-traitants et des contrôles indépendants. Elle a aussi été précurseur dans l'émission d'un rapport

---

<sup>129</sup> Sur ce segment en particulier, en 2015 le fond norvégien s'est retiré du capital de 52 compagnies minières et énergétiques, américains et chinois pour la plupart.

« *Responsabilité d'Entreprise* » dans lequel chacun peut maintenant connaître les conditions de travail des sous-traitants de la marque. Très récemment l'entreprise a annoncé qu'elle allait revoir sa chaîne de production et ses impacts sur l'environnement, en garantissant « *une transparence totale vis-à-vis de tous les produits chimiques rejetés par les usines de ses fournisseurs* ». Enfin l'entreprise a revu sa raison d'être pour y intégrer les valeurs de la justice, et de l'intégrité dans la conduite de son business model « *Our purpose is to use the power of sport to move the world forward. We believe in a fair, sustainable future—one where everyone thrives on a healthy planet and level playing field.* »<sup>130</sup>

Cet exemple n'est pas le seul. Il nous démontre que les entreprises sont sommées de réagir, et nous pourrions dire de façon proactive, sommées « d'agir » rapidement, en organisant dans leurs stratégies, une meilleure prise en compte des impacts environnementaux et sociétaux.

Les États de leur côté, réglementent par la loi certaines obligations sociétales. C'est par exemple, après l'Angleterre, la France qui vient d'adopter une loi qui impose de publier les écarts de salaires entre hommes et femmes dans l'entreprise. Car si cette obligation légale de parité « à travail égal, salaire égal », est en vigueur depuis quarante-six ans en France, elle n'est pas pour autant appliquée dans les faits.

En Angleterre les entreprises telles HSBC, Rothschild, JP Morgan, mais aussi Ryanair, et easyJet sont montrées du doigt. En France, cela vient de paraître mais le « name and shame » déjà en place depuis 2015 pour un autre sujet qui concerne là encore les parties prenantes externes mais tout aussi directes de l'entreprise. La Direction générale de la concurrence de la consommation et de la répression des fraudes publie depuis 2015 le nom des entreprises qui ne payent pas leurs factures dans les délais légaux. (SFR, Numéricable, Orange, Airbus Helicopters entre autres font partie des mauvais élèves).

Donc les entreprises sont sommées d'agir, et pas seulement dans une démarche « repentie », de correction des externalités négatives, mais plutôt dans la compréhension que tout impact sociétal et environnemental peut avoir des effets négatifs (destruction de valeur) sur le résultat mais aussi et surtout des effets très positifs (création de valeur) s'ils sont correctement intégrés

---

<sup>130</sup> <http://www.nikeresponsibility.com/report/content/chapter/targets-and-performance#SustainableManufacturing>

dans le business model et la stratégie. L'idée n'est pas toujours de regarder l'enjeu par son aspect négatif, mais plutôt de créer un cercle vertueux créateur de valeur pour l'entreprise. A ce propos Marc Beniof<sup>131</sup> écrit *“The competitive advantage you gain from being a caring and sharing company is significant; it instills in your people a higher integrity level. In turn, stakeholders want to be associated with a company that has heart. Community service: You do it because it's the right thing to do, but it's also the profitable thing to do.”* (Cité par l'auteur dans un article du Huffingtonpost (2015) «a call for stakeholder activists ») ; Autrement dit, le dirigeant d'entreprise engagé, avec une équipe concernée et motivée produira de meilleurs résultats. Faire le bien, crée la valeur, s'en détourner la détruira tôt ou tard.

Ainsi la stigmatisation devient un levier pour faire changer les comportements et la prise en compte des externalités devient un préalable essentiel que les entreprises ne peuvent plus ignorer dans leur modèle stratégique. Elle leur permet de mettre en correspondance les signaux économiques et les bénéfices sociétaux et environnementaux et donc d'orienter les décisions stratégiques et les comportements des dirigeants. Il semble que dans cette transformation nécessaire il n'existe plus les valeurs actionnariale et partenariale mais une seule et même valeur « réconciliée ».

### 3.3.5. Les codes de conduite et nouvelles réglementations étatiques au service du contrôle des dirigeants d'entreprises cotées.

**Depuis une dizaine d'année, de nouvelles lois et des codes de conduite font leur apparition dans de nombreux pays, développant l'image d'un retour progressivement organisé des États et surtout d'une reprise en main de la gouvernance des entreprises dans un aspect plus proche de la cohésion sociale.** Le cas très médiatique de l'Alliance Renault-Nissan-Mitsubishi démontre à lui tout seul, qu'il y a nécessité de revoir la nomination de conseils d'administration indépendant, qui jouent pleinement leur rôle de contrôle des dirigeants et de leur rémunération.

---

<sup>131</sup> CEO de salesforce. Dans son livre « compassionate capitalism, how corporations can make doing good an integral part of doing well »



Rappelons que par « **gouvernance** » nous entendons ici la **formalisation des mécanismes de décision et de partage des pouvoirs, assurant la coordination des activités économiques, au sein de l'entreprise.**

Le rôle des États, dont la fonction est avant tout d'assurer la préservation des grands équilibres économiques et sociaux, se transforme peu à peu pour devenir plus stratégique (par exemple le Royaume Uni est intervenu pour réprouber la proposition d'OPA lancée par Heinz Kraft sur Unilever) mais aussi pour rétablir une certaine forme de contrôle des dirigeants, que certains conseils d'administration semblent avoir perdu. En effet la question du rôle et de l'indépendance des conseils d'administration reste posée quand en 2015 le directeur général de BP propose de s'octroyer une augmentation conséquente (de 16,4 à 19,6 millions de dollars, soit plus 20%), alors que dans la même année, le groupe accuse des pertes abyssales et licencie par milliers ?

Malgré la mise en place de code de bonne conduite (comme celui du MEDEF/AFEP) l'on constate encore de nombreux cas de mise en vote de parachutes dorées, de prime de non-concurrence incluses dans les packages de départ à la retraite, et autre augmentation de salaires sans rapport avec les résultats de l'entreprise.

L'objectif affiché des nouvelles réglementation étatiques est de rétablir et d'harmoniser l'équilibre entre les pouvoirs des différents organes dans l'entreprise. Ces nouvelles règlementations sont pour l'instant principalement tournées vers les rémunérations des dirigeants, qui au demeurant représente un sujet devenu très sensible dans l'opinion publique. C'est notamment le cas avec ses exemples récents ;

- En Suisse, avec l'initiative Minder (du nom de son auteur) votée à 70% par la population helvétique et qui impose depuis 2015 aux sociétés cotées en Bourse de voter le salaire du patron en Assemblée générale, de le rendre public, de limiter les indemnités, sous peine de sanction. Elle fait suite à la polémique lancée par l'octroi de 58 millions d'euros d'indemnité départ en retraite du CEO du groupe pharmaceutique suisse Novartis, somme qui avait été considérée comme indécente par l'opinion publique. Sous la pression médiatique et ensuite porté par la loi, Daniel Vasella a finalement dû y renoncer.

- Aux États Unis, terre du capitalisme libéral, après 7 ans d'attente les principes du Dodd Franck Act (consécutif à la crise de 2008) imposent maintenant aux grandes entreprises cotées de publier le « pay ratio » de leur dirigeant. Depuis les publications régulières de rapports sur les rémunérations de CEO ("Global CEO pay Index") révèlent que certaines sont plus de 300 fois plus élevées que la rémunération du travailleur moyen, et contribuent à mettre en évidence le changement de statut des dirigeants, qui est de plus en plus la norme dans les grandes entreprises américaines aujourd'hui. De groupe social « des patrons » ils passent dans la catégorie de la classe sociale des personnes dites « riches » (milliardaires) et pour certains sans même avoir fondé leur propre entreprise. Le cas des actionnaires de Tesla qui proposent d'offrir un bonus de 56 milliards de dollars à son dirigeant Elon Musk s'il est capable de remplir ses objectifs sur plusieurs années est assez emblématique du malaise actuel sur les rémunérations chrematistiques. Et avec le retour au Congrès en 2019 d'une majorité démocrate, le débat sur les rémunérations des dirigeants et la potentielle limitation du pay-ratio est relancée.
- En France, la loi Sapin 2 est venue renforcer le pouvoir des actionnaires dans un vote contraignant sur les salaires des dirigeants d'entreprises cotées le « say on pay ». Elle a fait suite au treizième rapport de l'AMF<sup>132</sup> et les scandales de Renault et d'Alstom de 2016, venus cristalliser le sujet des rémunérations excessives des dirigeants, et nécessitant une nouvelle fois l'intervention législative de l'État.

Sur un autre sujet, au Royaume Uni, touché par de nombreux scandales financiers comme celui de Carillion (Hatchuel, 2018)<sup>133</sup>, the Competition and Markets Authority (CMA, l'autorité britannique de la concurrence), vient de suggérer en Décembre 2018, que soit mis en place, (ce qui existe déjà en France), un système de co-audit (joint audit) pour le contrôle des comptes des entreprises avec obligation déclarative. L'objectif affiché de l'autorité financière est d'une part

---

<sup>132</sup> Rapport annuel 2016 de l'AMF sur le gouvernement d'entreprise et la rémunération des dirigeants; <https://www.amf-france.org/Publications/Rapports-etudes-et-analyses/Gouvernement-d-entreprise.html?docId=workspace%3A%2F%2FSpacesStore%2Fd6cba062-aa07-4a24-a217-8feacc477ac5>

<sup>133</sup> Faillites du groupe de BTP Carillion et du distributeur BHS pour lequel PwC a écopé de la part du Financial Reporting Council (FRC), d'une amende de 6,55 millions de livres (7,4 millions d'euros).

de démanteler le pouvoir de domination des « Big Four » (Deloitte, KPMG, EY et PwC) qui ne semble pas remplir complètement son rôle de « contrôleur indépendant », et d'autre part de responsabiliser les comités d'audit des entreprises dans le choix d'une quatrième ligne de défense plus indépendante.

Autant d'initiatives qui invitent à un rééquilibrage des pouvoirs des dirigeants d'entreprise cotées qui semblent pour certains avoir perdu pieds avec des systèmes d'intéressements financiers qui les incitent à ne plus considérer que l'enjeu actionnariale de la création de valeur sur un temps très court, celui de leur mandature.

### 3.4. Pour un nouveau paradigme de la valeur

**Les évolutions sémantiques sur le concept de la création** et du partage de la valeur par l'entreprise sont nombreuses des dernières années. Pour autant, comme nous avons essayé de le démontrer, **trop souvent** ces évolutions **entretiennent une vue dichotomique de la VA et VP**. Elles proposent alors aux entreprises de se concentrer sur la VA et par ailleurs de mener des actions de philanthropie pour se racheter une image auprès de la Société. C'est par exemple Microsoft, Amazon, Google qui décident d'investir des centaines de millions de dollars dans le logement à Seattle, ou en Californie pour aider ses employés et les citoyens des villes à se loger à des prix plus raisonnables qu'aujourd'hui. Ces initiatives, qui prônent l'alignement des intérêts des entreprises et de la Société sont tout à fait louables et bienvenues. Cependant nous questionnons leur durabilité dans le temps et accessoirement le fait que ce processus crée une dépendance plutôt qu'une autonomie, ce que Napoléon nous rappelle dans sa phrase à destination de la finance<sup>134</sup> et dont nous retiendrons « la main qui donne est au-dessus de celle qui reçoit » (surtout quand elle fait de l'optimisation fiscale, qui aurait permis aux États concernés ayant reçu l'impôt dû, de mener leur politiques du logement). Peu de ces initiatives CSR s'inscrivent dans une évolution qui permettrait d'envisager de relier l'activité économique de l'entreprise avec la Société qui l'entoure, comme une réconciliation des valeurs entendue comme une « valeur partagée » par les parties prenantes.

**Ce concept de la « valeur partagée »** (Creating Shared Value, (CSV)) a été développé par Porter et Kramer (2011). Les auteurs s'inspirent directement de la chaîne de Valeurs de Porter (1986), outil qui permet de mettre en évidence ses activités « clés » et « différenciantes » qui produisent de la valeur pour l'entreprise.

La valeur partagée s'inscrit alors dans cette continuité et **consiste « à créer de la valeur économique d'une manière qui profite aussi à la société, en répondant à ses**

---

<sup>134</sup> La phrase exacte et complète que Napoléon adresse à la finance est « Lorsqu'un gouvernement est dépendant des banquiers pour l'argent, ce sont ces derniers, et non les dirigeants du gouvernement qui contrôlent la situation, puisque la main qui donne est au-dessus de la main qui reçoit. L'argent n'a pas de patrie ; les financiers n'ont pas de patriotisme et n'ont pas de décence ; leur unique objectif est le gain »

**besoins et ses défis »<sup>135</sup> Dans cette acception, les auteurs n'opposent pas les VA et VP. Ils font délibérément le choix de voir au-delà avec l'adoption d'une définition inclusive de la valeur.**

Ils n'opposent pas non plus la création de valeur partagée à la RSE (CSR) qui existe déjà. Ils présentent plutôt leur concept comme étant une nouvelle étape de la RSE (CSR). En effet, à la lecture du concept, on comprend parfaitement que ce modèle diffère totalement des autres modèles du partage de la valeur.

Il s'appuie en priorité sur les relations entre l'entreprise et la Société, notamment dans l'approche des externalités.

Les auteurs se sont inspirés aussi des travaux de Freeman (1984), pour essayer de comprendre les modes de décisions et motivations de la relation du dirigeant avec ses parties prenantes et d'apporter une vision "managériale" des rapports de l'entreprise et de la Société, ce qu'ils appellent la responsabilité sociale stratégique (Le bas et Chapuis, 2018).

Et leur recherche démontre que les deux sont interdépendantes. **L'entreprise n'est pas un système « égocentrique » autonome mu seulement par ses « internalités » (ses talents, ses ressources, ses décisions) elle dépend aussi et surtout d'externalités bien souvent négatives<sup>136</sup> et conditionnées par son action sur son environnement concurrentiel.** De même l'intérêt général de la Société dépend d'entreprises qui, au travers de leur innovations et de leur croissance, créent des emplois et de la richesse de façon durable. Les protagonistes ont donc besoin les uns des autres. C'est une première étape dans la notion de réconciliation.

Selon Porter et Kramer (2011), la valeur ajoutée à partager découle de trois effets conjugués :

- L'amélioration de la productivité dans la chaîne de valeur sans que cela ne se fasse aux dépens de la communauté (comme pour les fruits et légumes et l'utilisation des filières courtes, l'entreprise devra probablement relocalisant les activités réalisées pour elle dans des pays low cost)
- Le renouvellement et l'adaptation des produits et services de l'entreprise aux besoins sociétaux

---

<sup>135</sup> Traduit du texte original anglais "creating economic value in a way that also creates value for society by addressing its needs and challenges."

<sup>136</sup> Les externalités négatives représentent les effets induits par les activités de l'entreprise sur son environnement : pollutions, encombrement des voies de transport, accidents du travail et maladies professionnelles, gaspillage de ressources non renouvelables, etc.

- La contribution à la création de pôles de compétitivité, des « clusters » ou incubateurs qui concentrent les ressources
  - Humaines (talents mais aussi écoles spécialisées),
  - Économiques (investisseurs)
  - Et sociales (les réseaux sont très importants) Ces *scenius*<sup>137</sup> comme la Station F en France, ou à une toute autre échelle la Silicon Valley en Californie en sont représentatifs.

**Dans ce contexte**, l'entreprise doit alors s'atteler à « internaliser » ces effets en se fixant dans ses objectifs stratégiques, des finalités en matière de bien-être sociétal au même titre qu'environnemental sans que l'objectif de création de valeur ne soit oublié. **L'entreprise est alors invitée à « créer de la valeur économique en créant de la valeur sociétale ».**

Le déploiement d'une telle stratégie, somme toute innovante car non exclusive des valeurs actionnariale ou partenariale, passe par la prise en considération des besoins et des attentes des parties prenantes. En effet elle présuppose une coopération active avec tous les acteurs de son écosystème : employés, clients, fournisseurs, concurrents, écoles et universités, associations et pouvoirs publics. C'est une relation gagnant-gagnant. C'est d'ailleurs en ces termes qu'Antoine Frérot, dans une intervention à la Conférence World forum (Lille, 2016), l'exprime : *« L'économie n'est pas un jeu à somme nulle. Ce que les uns créent dans l'économie réelle, ils ne le prennent pas forcément aux autres, l'économie est un jeu à somme positive. Elle est créatrice nette de richesse, quand elle est bien organisée ».*

Véolia, a fait de la « valeur partagée » un élément au cœur de sa stratégie. Depuis 2001 par exemple, l'entreprise a mis en place un partenariat public privé, avec UN Water, l'organe de coordination des agences des Nations Unis pour l'eau, pour adresser le problème des eaux usées de la ville de Durban en Afrique du Sud. L'enjeu alors, dans une ville de 3,5 millions d'habitants qui connaît un développement économique important, se trouve dans tensions permanentes sur la gestion des ressources (dont l'eau et les eaux usées). Ce partenariat permet à Véolia d'assurer le traitement des eaux usées et la revente des eaux traitées aux industriels locaux, dans un format

---

<sup>137</sup> Ce mot est un néologisme inventé par Brian Eno : la rencontre de *scene* et *genius*, autrement dit un espace de la créativité collective.

d'économie circulaire. Il permet aussi à la collectivité de récolter une partie des bénéfices de la revente par Véolia, pour les réallouer à un nouveau plan d'accès à l'eau dans les zones non desservies de la ville. En plus d'un volet social (emploi local, formation des personnels, etc.) ce partenariat permet alors de recycler 98% des eaux domestiques de la ville de Durban, d'économiser environ 5 millions d'euros pour les industriels locaux, sans compter la dépollution de la mer en cours par la limitation des rejets d'eaux usées.<sup>138</sup>

Pierre Victoria, Directeur du développement durable chez Véolia conclue à propos de ce système de machine à ressourcer « dans un contexte où il est nécessaire de déconnecter croissance et prélèvement sur les ressources, seule l'innovation permet de faire plus avec moins. Dans cet exemple nous voyons bien qu'une démarche de « valeur partagée » ne se décrète pas, elle n'est pas un effet d'annonce pour entreprise en mal de reconnaissance d'image. Elle est totalement intégrée au business model et constitue une source de compétitivité et de performance pour l'entreprise, condition indispensable pour promouvoir un tel concept auprès de toutes les parties prenantes.

En quoi alors la « valeur partagée » n'est pas la RSE ou le « social business » ? Pour Porter et Kramer, cette nouvelle stratégie n'a pas pour objectif comme celui la RSE de protéger l'environnement des agissements des entreprises. Contrairement à l'ambition affichée de la RSE, souvent assimilée à de la philanthropie, et/ou à une contrainte par les entreprises, le principe de **la CSV consiste à produire de réelles avancées sociales tout en créant de la valeur**. C'est en ceci que la notion diffère de la responsabilité sociale, elle n'oppose pas les intérêts de l'entreprise et ceux de la Société. Les stratégies de valeur partagée sont alors très efficaces car elles sont bien conformes aux exigences de rentabilité de l'entreprise et des actionnaires et ne sont pas vues comme une contrainte mais comme une opportunité. C'est par exemple Adidas dont nous avons parlé plus haut

Pour illustrer encore notre propos, prenons l'exemple de Microsoft qui décide début 2019 d'investir 500 millions de dollars pour permettre de construire des logements à prix abordable dans la région de Seattle. L'entreprise est consciente que le marché du logement, dû à sa présence ou celle du groupe Starbucks, est devenu très tendu et ne permet plus pour les résidents à faibles revenus de se loger décemment. Aussi dans le souci d'inciter les talents à

---

<sup>138</sup><https://www.veolia.com/fr/newsroom/dossiers-thematiques/le-dereglement-climatique/nos-solutions-climat/durban-eau-usees-recyclage-industries>

venir s'installer à Seattle et permettre de futurs recrutements, mais aussi de « rendre à la société » (principe de la RSE), 25 millions seront dédiés à la construction de logements pour les sans-abris<sup>139</sup>. Dans cet exemple, nous touchons à une limite importante du dispositif RSE actuel. Il insiste généralement sur les intérêts collectifs et sociétaux de l'entreprise et de son dirigeant, sans remettre en cause l'objectif de maximisation du profit pour l'actionnaire. Dans ce principe, il fait porter une responsabilité supplémentaire aux dirigeants sans pour autant modifier le pouvoir des actionnaires associés à ces objectifs et donc tend à confronter les valeurs actionnariale et partenariale et non à les réconcilier.

Le « Social business » quant à lui, n'est pas non plus une valeur partagée. Il est encore un autre modèle économique dont l'objectif est de promouvoir un nouveau type d'entreprise qui doit permettre à chacun d'accomplir sa vocation créatrice, tout en répondant aux défis sociétaux d'aujourd'hui. Fondé par le prix Nobel de la paix, créateur du micro-crédit et de la Grameen Bank Muhammad Yunus, le social business constitue alors une *"activité rentable au service du développement des populations vulnérables, dont les bénéficiaires sont systématiquement réinvestis dans le projet au bénéfice de ces populations"*. Au sein de ses entreprises, il n'y a pas de dividendes. *« Le plus souvent, les sociétés n'attendent pas un rendement purement capitalistique, mais la création d'un business intégré dans leurs activités, qui apportera de la valeur à leur projet d'entreprise »*. Dans les faits c'est la démarche qu'à entrepris par exemple, Veolia Environnement quand en 2008, l'entreprise décide de s'attaquer à « l'une des plus importantes contaminations de masse » du Bangladesh, l'eau des puits étant en grande partie contaminée à l'arsenic. Antoine Frérot, alors PDG de Veolia justifie alors le choix d'investir dans ce social business : *"En tant que leader mondial de services essentiels, Veolia a voulu apporter sa pierre à l'édifice des solutions pour améliorer l'accès à l'eau potable"*. Véolia crée alors un partenariat avec la Grameen Bank, dont l'objectif stratégique est de traiter l'eau de rivière et fournir de l'eau pure à deux villages. Cette eau purifiée est vendue à un prix très faible, et pour permettre à l'entreprise un équilibre financier, dans le même temps le partenariat développe une activité complémentaire de vente de bonbonnes d'eau dans la capitale, Dhaka à un prix supérieur. Ainsi, une activité est subventionnée par une autre.

Ce modèle économique d'entreprise pourrait s'apparenter partiellement au modèle de la Flexible Purpose Corporation<sup>140</sup>, dans son aspect légal de la latitude du dirigeant vis-à-vis des

---

<sup>139</sup> <https://www.bloomberg.com/news/articles/2019-01-17/microsoft-pledges-500-million-to-boost-affordable-housing>

<sup>140</sup> La FPC est une extension de la B corporation



actionnaires et des choix de la redistribution et du partage de la création de valeur. En effet, le modèle FPC développé aux États Unis, nouveau format d'entreprise à mission de son côté « lève un point dur de la RSE (CSR), la latitude des dirigeants, et propose une réponse innovante en impliquant les actionnaires dans une mission partagée » (Levillain, 2012), (Hatchuel et Segrestin, 2012)

**Donc avec le concept de valeur partagée Porter et Kramer entrent dans une étape post-RSE, où la valeur partagée est perçue comme « réconciliante » pour le business et la société.** En effet, elle ne se pose pas comme une contradiction ou encore une dialogique entre les deux aspects actionnarial et partenarial de la valeur. Ceci présente un virage conceptuel important dans la pensée stratégique pour les entreprises des années 2000. « *Shared value involves creating economic value in a way that also creates value for society by addressing its needs and challenges. Business must reconnect company success with social progress. Shared value is not social responsibility, philanthropy or even sustainability, but a new way to achieve economic success.* » M. Porter (*Harvard Business Review*, 2011), en ce sens on peut tout à fait envisager la pérennité du concept dans le temps.

Car l'enjeu qui se joue aujourd'hui, ce n'est pas tant celui de remise en question de la création de valeur par l'entreprise, ce postulat est entendu pour les entreprises. L'enjeu résulte plutôt dans la reconnaissance de la valeur partenariale dans l'équation de la création de valeur au même niveau que la VA et son corolaire le partage de la valeur créée entre les parties prenantes en fonction de leur contribution. Avec le concept de la « valeur partagée » (shared value), la valeur co-créée par l'entreprise ne bénéficie pas exclusivement à la rémunération de l'actionnaire mais aussi au réinvestissement par l'entreprise et à la Société.

La valeur partagée pourrait-elle aider à la **refondation d'un capitalisme hyper-financiarisé et au « des-encastrement » de la Société, (aujourd'hui totalement encadrée dans l'Économie et la Finance) ? Et par là même permettrait elle de gérer cette crise de légitimité de l'entreprise et de son dirigeant ?**

## **Conclusion de la première partie : Pourquoi réconcilier les valeurs ?**

**Toutes les raisons d'un changement de paradigme et d'une réconciliation des valeurs actionnariale et partenariale évoqués ici, nous ramènent au rapport de force qui s'inscrit à présent dans les relations économiques et à la défiance de la Société envers son Économie et sa Finance.** Toutes ces raisons nous suggèrent de rétablir le lien entre la Société, l'Économie et la Finance. Elles invitent à renouer avec la confiance et à rétablir le rôle de chacun, la Finance au service de l'Économie et l'Économie au service de la Société.

Parce que la confiance (trust) et la réputation, sont les concepts fondateurs et centraux de la relation entre les acteurs économiques et que sans une confiance partagée, on ne peut conclure de contrat, on ne peut conclure d'accords, il ne peut y avoir d'échanges commerciaux et donc une Économie pérenne. Sans la confiance, il ne saurait y avoir de « monde de demain » pour reprendre l'expression d'Hannah Arendt.

### **Alors comment renouer avec la confiance ?**

Il est clair que dans le temps l'affaiblissement des États-Nations et la chute de l'idéologie communiste fin des années 80, a renforcé le caractère oligopolistique de l'autorégulation par les marchés et de la concurrence entre les entreprises. Le rôle de la finance a alors été instrumental dans le développement de la compétitivité des entreprises et la richesse des pays. Elle a permis, entre autres, l'allocation de l'épargne vers les entreprises tout en gérant les risques et la liquidité associés. Mais la multiplication des crises financières et surtout celle de l'effondrement du système bancaire de 2008 a montré des contradictions majeures du modèle capitaliste et questionne le rôle de la Finance dans sa relation à l'Économie et à la Société, et surtout l'utilité sociale d'une partie de son développement. Il semble urgent de proposer une alternative aux dirigeants d'entreprise, permettant de réguler « l'hyper-financiarisation » des entreprises et de remettre la Société et l'Économie réelle au centre de la relation avec la Finance, et non l'inverse.

**Les stratégies des dirigeants depuis l'avènement de l'idéologie de la VA se sont orientées presque exclusivement vers des arbitrages quasi systématiques entre dividendes et financement de l'innovation (incluant formation et recrutement des talents). Et cet état de fait, porté par une gouvernance et des rémunérations indexées sur la valeur de l'action, a**

**trouvé sa limite quand les marchés financiers se sont effondrés en 2008 et encore aujourd’hui quand le multilatéralisme économique est remis en question.**

Nocera<sup>141</sup> écrit très justement: *“The shareholder-value movement did some good, especially in those early years. It became “de rigueur” for boards to create performance criteria that executives had to meet to get bonuses and stock options. And it was a means of imposing discipline. But the pendulum has swung too far, and today the ethos embodied by the phrase “maximizing shareholder value” does more harm than good. It has widened income inequality. It has rewarded short-term “make-the-quarter” thinking over long-term value creation. It is the reason companies take on too much debt and perform feats of useless — but stock-price enhancing — financial engineering. .... When shareholders matter more than employees or customers or communities, some people do very well, but the purpose of a corporation becomes warped and society loses.”*

Il en a résulté une prise de risques considérables au regard des résultats produits et à fortiori une perte de confiance majeure dans la Finance, et en cascade dans l’Économie et nous le constatons une remise en question du multilatéralisme économique, exacerbé par la polarisation des relations commerciales entre les États-Unis et la Chine, et qui rejaillissent sur l’Économie au niveau mondial. Cette perte de confiance dans les entreprises et à fortiori leur dirigeants, sans précédent si l’on compare avec les crises antérieures, a déséquilibré tout un système d’économie marchande dont le premier commandement est la confiance. Sans confiance entre les investisseurs et les entreprises, pas de financement. Sans confiance entre les fournisseurs et les entreprises, pas de partenariat technologique et économique pour la fourniture matériels et de services nécessaires à la transformation en biens de consommation par l’entreprise. Sans confiance entre les employés et les entreprises, pas de motivation et d’engagement à faire du travail qualitatif et productif. Sans la confiance entre les clients et les entreprises pas de revenus pour l’entreprise. **Toutes les parties prenantes sont impliquées dans la relation de confiance de l’entreprise. Par conséquent, l’Économie ne peut plus être considérée comme une équation à somme nulle entre ces parties prenantes.**

Dans tous les cas, cette perte de confiance impose une remise en question profonde du modèle capitalistique actuel tourné vers le « tout actionnaire » et la recherche d’un meilleur équilibre

---

<sup>141</sup> <https://www.bloomberg.com/opinion/articles/2017-05-04/toppling-the-idol-of-shareholder-value>

dans le partage de la création de valeur par l'entreprise. Repenser le rôle sociétal de l'entreprise comme avec la RSE nous y incite, et considérer une réconciliation des valeurs actionnariale et partenariale comme un rééquilibrage des forces suggéré par la « valeur partagée » de Porter et Kramer, semble irréversible.

Pourquoi ne pas en profiter pour changer de prisme, renverser les rôles et convenir dorénavant que ce qui est bon pour toutes les parties prenantes et aussi bon pour l'une d'entre elle, l'actionnaire, ce que l'adage résume dans « qui peut le plus, peu le moins ». **Et pourquoi ne pas sortir de la dialogique (cette uni-dualité) des valeurs en transformant cette dictature du « ou » qui tend à diviser, par un consensus du « et », plus inclusif. Cela pourrait être un moyen de redonner confiance dans la Finance, l'Économie, l'entreprise et son dirigeant. Cela pourrait permettre aux dirigeants d'être des acteurs proactifs voire « précurseurs » de ce changement qui s'annonce plutôt que spectateur « subissant » comme dans les années 1980 avec le retour des actionnaires au travers des LBO<sup>142</sup>.**

D'ailleurs si l'on fait référence aux modèles nord européens et leur capitalisme « social », il semble que cela soit possible.

En Allemagne, la cogestion prévaut dans un pays qui a fait du modèle rhénan et de l'ordolibéralisme les fondements d'une économie de marché décentralisée et dont l'efficacité et la solidarité sont démontrés dans le temps.

En Hollande le pragmatisme du dialogue social entre les parties prenantes est de rigueur depuis les années 1980, ce qui a valu au pays de redresser le chômage (30% à l'époque), l'inflation, et la profitabilité des entreprises. Grâce à un système très égalitaire qui met au même niveau le dirigeant d'entreprise et ses parties prenantes (dont au premier plan ses salariés) en tant que membre d'une même communauté, c'est un système qui impose que l'avis de tous soit pris en compte.

Les pays scandinaves eux aussi nous fournissent de nombreux exemples de l'entreprise réconciliée avec ses parties prenantes. Avec des modèles de codétermination, de jurisprudence où l'obligation de négociation fait foi, les pays nordiques démontrent que la notion de partage de la valeur est un concept fondamental dans ces Sociétés. La Suède par exemple se distingue en matière de compétitivité, de croissance, d'innovation de ses entreprises sans parler du PIB par habitant, et cela laisse à penser que même si tout n'est pas parfait dans le meilleur des

---

<sup>142</sup> Leverage Buy Out : OPA en Français qui ont couté leur place à beaucoup de chefs d'entreprises, tandis que ceux-ci n'ont rien vu venir.

mondes (le taux d'imposition des revenus du travail reste un des plus élevé en Europe) il y a sources d'inspiration pour un changement plus global en Europe et en particulier en France.

Ilham Kadri<sup>143</sup> interviewée durant les rencontres économiques d'Aix-en-Provence (Juillet 2019) sur le thème « renouer avec la confiance » souligne « *je suis une optimiste, je ne pense pas que la confiance dans les entreprises soit perdue ; Il y a bien sur des challenges et des défis et l'humanité a toujours dû les affronter. Pour autant, je pense que les entreprises ont un rôle majeur, vis-à-vis des employés, des actionnaires, de la communauté dans laquelle nous opérons et bien sur nos clients, et leurs clients et au bout de la chaine les consommateurs, et les citoyens du monde. Nous avons des obligations morales et éthiques, nous avons un code de conduite pour lequel nous croyons et pour lequel nous nous battons. Bien entendu nous avons des responsabilités, comme Solvay, de trouver les solutions de demain, nous devons innover, réinventer, construire un monde meilleur, et pour réussir nous devons créer un cercle vertueux, un écosystème positif au travers de projets durables (RSE), d'une Économie circulaire, faire en sorte que les jeunes générations utilisent les technologies de demain (robotisation, intelligence artificielle) sans crainte. Toutes ces façons de remettre en question le statu quo est ce qui devrait être possible dans nos entreprises. Notre mission repose sur les 3 piliers essentiels : Planet, People, Profit, ces piliers ne s'opposent pas, ils sont complémentaires* »

Pour qu'un changement de paradigme de la valeur puisse avoir lieu, il faut des parties prenantes engagées dans et avec l'entreprise. Mais il faut en priorité l'engagement des dirigeants des grandes entreprises cotées, qui par leur rôle central, peuvent impulser une énergie de changement dans ce processus, une vision stratégique de long terme et surtout mobiliser les ressources internes et externes nécessaires à l'entreprise pour effectuer cette transformation. La conclusion de Mills et Weinstein (2000) dans leur article sur la possible réconciliation des valeurs actionnariale et partenariale, s'inscrit tout à fait cette logique et raisonne encore plus aujourd'hui : « *the reconciliation of shareholder and stakeholder value crucially depends on assumptions about human interests and their compatibility in certain conditions* ».

---

<sup>143</sup> CEO de Solvay

Nous allons donc dans une deuxième partie nous attacher au rôle central du dirigeant, comprendre sa latitude et sa volonté de mettre en place des stratégies internes de réconciliation des valeurs pour permettre une « dé-financiarisation » de l'entreprise et le « des-encastrement » de la Société et lui permettre de reprendre la place qui est la sienne, vis-à-vis de l'Économie et de la Finance. Parce que **le dirigeant pour garder le contrôle, doit être acteur plutôt que spectateur du changement.**



## **Seconde partie**

**Le rôle du dirigeant de la grande entreprise cotée :  
latitude et volonté de changement de paradigme de  
la valeur ?**



*« Le changement économique est un processus délibéré, façonné par les perceptions des acteurs sur les conséquences de leurs actions. Les perceptions viennent des croyances des acteurs (...) qui sont typiquement entremêlées avec leurs préférences » North (2005)*

Le changement ou la transformation, quel que soit le vocable que l'on souhaite employer pour définir ce mouvement qui permet à l'entreprise de s'adapter aux évolutions de son environnement, est avant tout un processus humain. Nous l'avons abordé dans notre introduction, lorsque l'on parle de l'entreprise en tant qu'organisation productive, même si le droit lui confère le statut de « personne morale » (dans son acception de « société »), elle n'est pas pour autant douée de réflexion propre, de croyances, de principes moraux, de motivations ou de finalités. L'entreprise ne change pas, ne se transforme pas seule. L'entreprise est, au travers d'une incarnation stratégique, la résultante de motivations et d'attitudes particulières, insufflées notamment par le dirigeant. En effet, pour qu'il y ait changement de paradigme de la valeur, il faut des acteurs proactifs pour porter ce processus dans l'entreprise, mais aussi et surtout des acteurs « sponsors » et « promoteurs » du changement, à la tête de l'entreprise, incarnation stratégique du sens de l'urgence créé par la situation actuelle et porteurs d'une vision de ce que le futur pourra représenter une fois les valeurs réconciliées. Car ce sont bien les individus qui changent et non les organisations.

Les travaux de Hills et Jones (1992) s'appuyant sur **le postulat que les dirigeants sont les seuls à pouvoir engager un processus contractuel avec toutes les parties prenantes de la grande entreprise cotée**, nous permettent de considérer que ces derniers jouent un rôle central et majeur dans le succès d'un processus de changement de paradigme de la valeur. De nombreuses études dont celle récente publiée par Edelman (2019)<sup>144</sup> **démontrent d'ailleurs que l'attente de la société civile envers les dirigeants des grandes entreprises cotées dans ce processus, est très forte**. Dans cette étude, 76% des personnes interrogées, attendent de la part des CEO des grandes entreprises, de la proactivité à s'emparer des sujets de Société tel l'égalité salariale, les préjugés et discrimination, la formation pour les emplois de demain, la protection de l'environnement, la protection des données personnelles, le harcèlement sexuel, la gestion des « fake news », sans attendre que les États ne l'imposent par la loi. Nous faisons

---

<sup>144</sup>Source : p27 de l'étude *Edelman Trust Barometer 2019* menée sur plus de 33,000 employés répartis par pays [https://www.edelman.com/sites/g/files/aatuss191/files/2019-02/2019\\_Edelman\\_Trust\\_Barometer\\_Global\\_Report.pdf](https://www.edelman.com/sites/g/files/aatuss191/files/2019-02/2019_Edelman_Trust_Barometer_Global_Report.pdf)

face, à priori, à un regain de légitimité du dirigeant de la grande entreprise cotée pour jouer un rôle central dans la conduite de ce changement de paradigme économique.

**Dans cette mouvance, les entreprises et leurs dirigeants tentent de redorer leur image auprès de la Société civile.** On voit se succéder les déclarations de bonnes intentions de la part de dirigeants de grandes entreprises cotées, soucieux de rappeler que, face à l'intérêt croissant pour un socialisme renouvelé, le capitalisme peut être une force pour le bien de tous, à partir du moment où il est pratiqué dans une approche plus inclusive :

- Le 19 Aout 2019, aux États Unis, réunis au sein du groupement « Business round table »<sup>145</sup>, plus de 180 dirigeants de grandes entreprises cotées font la déclaration suivante :

*«Americans deserve an economy that allows each person to succeed through hard work and creativity and to lead a life of meaning and dignity. We believe the free market system is the best means of generating good jobs, strong and sustainable economy, innovation, a healthy environment and economic opportunity for all. [...] While each of our individual companies serves its own corporate purpose, we share a fundamental commitment to all of our stakeholders. [...] Each of our stakeholders is essential. We commit to deliver value to all of them, for the future success of our companies, our communities and our country».* Autrement dit, par ce texte organisation patronale américaine met sur le même pied d'égalité les engagements envers les employés, clients, fournisseurs, communautés locales et actionnaires et confirme que l'optimisation de la valeur actionnariale ne devrait plus être l'objectif primordial de l'entreprise.

- En France fin Aout 2019, sous l'impulsion d'Emmanuel Faber une nouvelle coalition « Business for Inclusive Growth » (B4IG) composée de 34 grandes entreprises cotées<sup>146</sup> internationales, profite de la Présidence française du G7<sup>147</sup> pour lancer plusieurs initiatives au travers d'un manifeste dans lequel chaque CEO s'engage « à prendre des mesures concrètes pour veiller à ce que les fruits de la croissance économique soient plus largement partagés ». Emmanuel Faber de commenter « Dans beaucoup des pays du G7, l'effritement des classes moyennes, qui sont la fondation de l'économie de

---

<sup>145</sup> <https://opportunity.businessroundtable.org>

<sup>146</sup> Ces entreprises employant environ 3 millions de personnes et réalisant un chiffre d'affaire d'un peu plus de 1000 milliards de dollars annuel. <https://www.oecd.org/inclusive-growth/businessforinclusivegrowth/Business-Pledge-against-Inequalities.pdf>

<sup>147</sup> et coordonnée par l'OCDE

*marché, doit être une alerte car il est démontré qu'au-delà d'un certain seuil, les inégalités pèsent sur l'économie », ce n'est alors pas « une question d'idéologie », mais bien « de réalisme » dont il s'agit de la part des dirigeants d'entreprises cotées, réalisme qui « appelle à une action collective et inclusive, de la part des gouvernements et des entreprises ».*

Lorsque l'on fait référence au processus de changement économique, notre introduction sur la phrase de North (2005) rappelle qu'il est « *façonné par les perceptions des acteurs sur les conséquences de leurs actions. Les perceptions viennent des croyances des acteurs (...) qui sont typiquement entremêlées avec leurs préférences* ». On fait ici référence à la faculté de l'individu de se projeter, à l'intention comme un élément constitutif **d'une volonté à agir dans un sens précis en fonction d'un motif, d'une raison ou d'une motivation particulière**. Quelles sont les motivations et attitudes qui traduisent une volonté particulière du dirigeant de faire le choix du changement de paradigme de la valeur dans la grande entreprise cotée ? Quelle relation pouvons-nous établir entre les déclarations de bonnes intentions et les comportements réels des dirigeants ?

Depuis la fin du XIXe siècle, « l'homo economicus », s'est imposé comme l'individu rationnel par nature et postulat dominant en Économie. Nombreuses sont les théories économiques qui postulent que les individus sont essentiellement déterminés dans leur conduite par la recherche par la satisfaction (ou encore la maximisation) de leur intérêt exclusif (c'est « la main invisible » de Smith), impliquant l'idée de la rationalité de l'action. Par définition, la nature « rationnelle » d'une action considère l'avantage individuel comme le résultat net du gain envisagé comparé au coût associé. C'est notamment le concept défendu par les théoriciens de l'Agence qui préconisent une gouvernance comme moyen de contrôle ex post de la latitude discrétionnaire du dirigeant, et dans laquelle le mode de rémunération (dont une partie significative se fait en actions de l'entreprise), permet ainsi d'aligner des intérêts potentiellement divergents entre dirigeants et détenteurs du capital.

Pour autant, que ce soit d'un point de vue :

- Du contenu motivationnel (Maslow, Herzberg, Alderfer, Miner)
- De la synthèse entre théorie systémique et contingente (Mintzberg)
- Des théories de la décision ou de l'abandon de la rationalité (Simon)
- Des schémas cognitifs (Raynor, Weiner)

De nombreux travaux de recherches en sociologie, psychosociologie, anthropologie, etc... sont venus apporter aux sciences économiques et sociales une ouverture et un enrichissement, notamment aux disciplines de l'Économie, du Management et de la Stratégie, par la démonstration faite de l'importance du rôle joué par les modèles mentaux dans les processus de décision. (Wirtz, 1999)

**Notre recherche ayant pour but de saisir ce que le dirigeant « *perçoit et pense, voit et interprète des dimensions du réel qui sont pertinentes pour ses projets et ce qui détermine le choix même de ses projets, puis de quelle façon il peut intégrer ces représentations pour mieux concevoir son « agir entrepreneurial et stratégique »* »** (Filion, 2012), nous allons donc nous intéresser en particulier aux théories du mouvement comportementaliste (Behavioral Science) permettant d'envisager la motivation au comportement du dirigeant de la grande entreprise cotée dans son environnement dynamique. Nous souhaitons appréhender ici la relation attitude-comportement afin de répondre à la question : le dirigeant de la grande entreprise cotée peut-il (latitude) et veut-il (volonté) réconcilier les valeurs actionnariale et partenariale ?

## **Modèles et théories du changement de comportement**

### **Le modèle d'Ajzen et Fishbein : de la théorie de l'action raisonnée (maintenant la TAR,) au comportement planifié (maintenant la TCP)**

Les théories développées par Ajzen et Fishbein (1977,1980) font figure de référence dans le milieu académique lorsque l'on souhaite étudier la relation attitude-comportement. L'objectif de leurs travaux a consisté à pouvoir prédire et expliquer un comportement social à l'aide d'un nombre restreint de construits psychologiques. La TCP d'Ajzen (1985,1991) trouve son origine dans la TAR d'Ajzen et Fishbein (1977, 1980), cette théorie dont le concept majeur repose sur

le postulat que l'individu adopte un comportement sous le contrôle dominant de son intention ; Celle-ci sera ensuite enrichie du concept de « contrôle perçu », correspondant à l'évaluation faite par l'individu de la facilité ou de la difficulté qu'il aura à réaliser le dit « comportement ». Au travers de ces différents travaux, les choix comportementaux d'un individu sont envisagés comme une conduite raisonnée, planifiée, et contrôlée, indicateur de la volonté d'effectuer le dit comportement (Ajzen et Fishbein (1980) cité par Giger, 2008), il est par conséquent le résultat d'une « *intention comportementale* » qu'Ajzen (1991) définit comme « *un indicateur de volonté à essayer, de l'effort que l'on est prêt à produire pour se comporter d'une façon particulière* » et d'ajouter « *L'intention occupe ainsi une place centrale de ce modèle : ce n'est que par l'intermédiaire de la formulation d'une intention comportementale que l'attitude influencera le comportement.* » Pour autant, la conduite « raisonnée » n'est pas forcément synonyme de « *rationalité, non biaisée ou basée sur des règles objectives et logiques* » mais plutôt, de l'idée d'une « délibération » précédant l'action (Ajzen et Fishbein, 1980, cité par Giger, 2008).

Que nous la qualifions de « délibération », ou « volonté » d'agir dans un sens précis en fonction d'un motif, d'une raison ou d'une motivation particulière, cette conduite est avant tout influencée par les croyances de l'individu (Ajzen, 1991). Dans la TAR, Ajzen et Fishbein identifient deux types de croyances :

Les premières, les croyances **comportementales**, correspondent à l'évaluation faite par l'individu des conséquences probables d'un comportement donné et qui induisent par conséquence, une **attitude** favorable ou défavorable à l'encontre du dit comportement. Cette attitude est de nature individuelle. Elle est conditionnée par une relation entre les attentes de l'individu et l'évaluation de la valeur qu'il retirera, en échange de ce que lui coûtera ce comportement (Expectation-Value model Ajzen (2005, p124). Cette attitude porte sur une conduite adoptée en fonction d'une situation et non d'un objet en particulier. Par exemple, la recommandation faite de manger 5 fruits et légumes par jour, qui permet de prévenir de nombreuses maladies, ne porte pas sur l'objet (manger 5 fruits et légumes) mais sur l'évaluation de la situation que se fait l'individu de ce qu'il peut retirer de ce changement d'habitudes (et ainsi prévenir des maladies). Autrement dit, **l'attitude est conditionnée par l'intérêt personnel de l'individu au changement de comportement.**

Les secondes, les croyances **normatives**, renvoient à la façon dont l'individu se représente les opinions, les normes sociales (familles, amis, etc) mais aussi les attentes de ses pairs (groupe de référence comme les associations privées telles l'AFEP ou le MEDEF dans le cas des

dirigeants de grandes entreprises cotées). Ces croyances intègrent le degré de motivation (ou volonté) à se conformer (ou non) à ces attentes, et produisent ce que les auteurs qualifient de norme « **subjective** ». Cette norme, à la différence de l'attitude, revêt un caractère collectif ou « social ». **Autrement dit, ces croyances permettent de comprendre dans quelle mesure l'opinion des autres (famille, amis, collègues) ou doxa (normes sociétales, de groupe d'appartenance), influencent l'intention et poussent à un comportement donné.**

Ces deux construits du comportement développé dans la TAR, semblent à priori indépendants l'un de l'autre mais reposent tout de même sur l'hypothèse commune du contrôle total de l'individu sur son comportement. Autrement dit en son temps par Napoléon « *Quand on veut on peut, et quand on peut on doit* ». Pour autant, et sans enlever l'ambition légitime de cette hypothèse, l'approche semble critiquable dans le sens où elle restreint le champ des possibles à un petit nombre de comportements « non empêchés » par le manque d'opportunités ou de ressources disponibles (temps, argent, compétences, coopération avec les autres, etc...(Ajzen 1991)). Or dans la réalité des choses, même si l'individu souhaite adopter un nouveau comportement pour lequel il est convaincu qu'il lui sera bénéfique, il n'en a pas pour autant toujours toutes les possibilités ou les moyens, à l'instant t.

En effet, même les injonctions comportementales au nom du partage de la valeur et des engagements ESG des entreprises ne manquent pas que ce soient de la part des agences internationales, des ONG, de la Société civile en générale (Croyances normatives), si nécessaires soient elles, elles ne sont pas suffisantes pour induire un changement de comportement de la part des dirigeants de grandes entreprises cotées. Pour exemple, l'année 2018, pour un résultat net de 98 milliards d'euros, le CAC40 a versé 58 milliards d'euros en dividendes et rachats d'actions aux actionnaires, et les patrons du même indice ont vu leur rémunération moyenne s'établir à 5 millions d'euros (croyances comportementales). Ce comportement semble être le résultat d'interprétations des dirigeants des injonctions faites par les marchés financiers, plus que celui d'un contrôle du partage de la création de valeur.

Avec la TCP, Ajzen (1985, 1991) va alors considérer (en plus du concept de la motivation individuelle et sociale développée par les auteurs) l'apport d'un nouveau type de croyances, celles dites **de contrôle**. Cet ajout lui permet de répondre à la critique et d'envisager dans quelle mesure la présence et/ou l'influence de facteurs externes peuvent faciliter, ou au contraire

entraver l'intention puis l'exécution d'un comportement individuel. Ajzen définit alors cette latitude ou croyance de *contrôle comportemental perçu* comme « *people's perception of the ease or difficulty of performing the behavior of interest* » (Ajzen, 1991, p183)<sup>148</sup>. La TAR et le TCP deviennent alors complémentaires afin de permettre, in fine, de prédire au plus près, le comportement social de l'individu (à savoir plus l'idée du contrôle perçu sera forte et plus l'intention se transformera en un comportement visible et durable dans le temps).

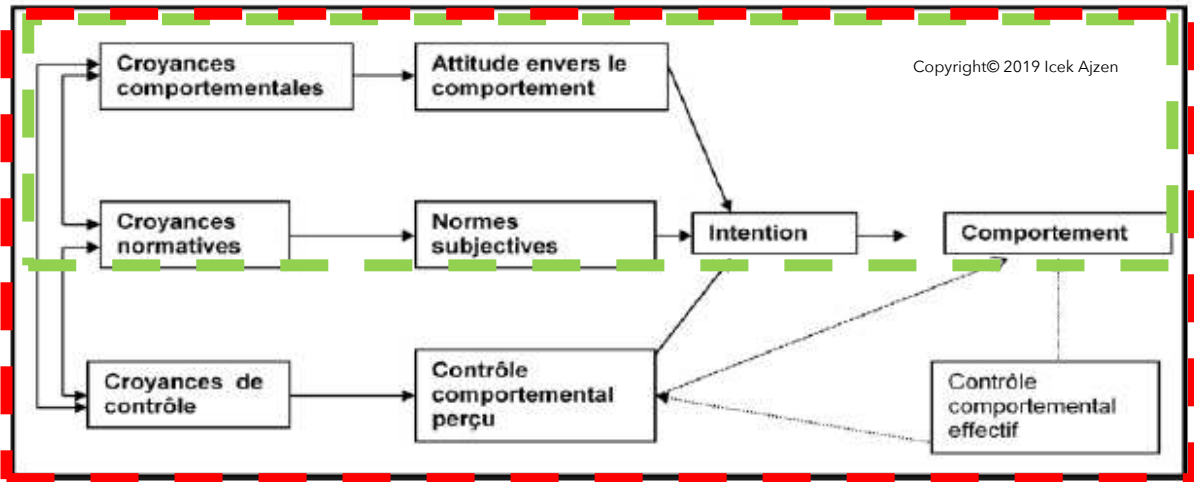
En résumé, les croyances des individus sont donc les antécédents de l'attitude, de la norme subjective et du contrôle comportemental perçu, qui induisent un comportement donné (Ajzen, 2005):

- L'attitude envers un comportement (« Behavioral beliefs ») repose sur des croyances induites sur les conséquences négatives ou positives d'un comportement donné.
- Les croyances sur les attentes normatives d'autrui engendrent alors les normes subjectives dites « normative beliefs ».
- Enfin, les croyances sur la présence de facteurs facilitant ou obstruant la réalisation et la performance du comportement, aboutissent quant à elles au contrôle comportemental. Ce qu'Ajzen appelle le « Control beliefs » (Ajzen, 2002) et qu'il décline entre le contrôle perçu et le contrôle effectif. Pour que le contrôle soit effectif il faudra alors une forte adéquation entre le contrôle perçu et le contrôle réel (Giger, 2008).

“People who believe that they have neither the resources nor the opportunities to perform a certain behavior are unlikely to form strong behavioral intentions to engage in it even if they hold favorable attitudes towards the behavior and believe that important others would approve of their performing the behavior” 2005, p119). Pour Ajzen, la congruence entre volonté (attitudes et normes) et latitude de l'individu, (degré de contrôle), permettent alors la formation de l'**intention comportementale** qui elle-même induit le comportement donné. Ajzen en propose la lecture schématique suivante :

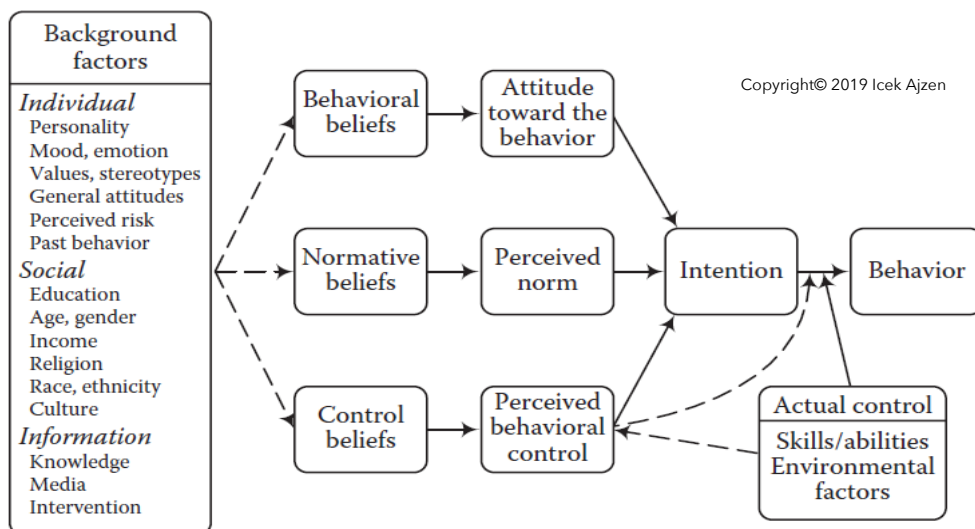
---

<sup>148</sup> Ajzen (1991) confirme que ce concept de contrôle comportemental perçu, est très proche de celui de Bandura (1982) qui le définit comme « *judgements of how well one can execute courses of action required to deal with prospective situations* ».



Source : d'après Théorie du comportement planifié (site internet de l'auteur <https://people.umass.edu/aizen/tpb.diag.html>, 2019) En vert : la TAR, en Rouge la TCP.

Par ailleurs Ajzen reconnaît l'idée qu'il existe une multitude de variables (genre, traits de personnalité, origines, âge...etc) pouvant influencer les croyances et donc a fortiori intervenant dans le processus de détermination de l'intention et du comportement. Il écrit, par exemple, à propos des origines sociales: « *clearly people growing up in a different social environments can acquire different information about a variety of issues, information that provides the basis for their beliefs about the consequences of a behavior, about the normative expectations of important others, and about the obstacles that may prevent them from performing a behavior* ».



Source : d'après Théorie du comportement planifié (site internet de l'auteur <https://people.umass.edu/aizen/tpb.background.html>)



Tout en reconnaissant l'importance de ces variables contextuelles (comme les caractéristiques personnelles) dans la compréhension des déterminants du comportement, Ajzen utilise une connexion en pointillé qui suggère, qu'il est difficile d'établir une corrélation directe entre ces variables (« background factor ») et les croyances (« beliefs »). Il s'en justifie: « In light of the vast number of potentially relevant background factors, it is difficult to know which should be considered without a theory to guide selection... *theories of this kind are not part of the TCP but can complement it by identifying relevant background factors and thereby deepen our understanding of the behavior's determinants* (2005, p134)». Pour l'auteur il n'en reste pas moins que ces éléments de contextualisation sont des proxys du comportement dans le sens où ils participent à l'élaboration des croyances qui amènent aux attitudes, normes et contrôle qui génèrent l'intention comportementale.

Il existe de nombreux autres travaux menés par les chercheurs qui ont tenté eux aussi de caractériser le changement de comportement de l'individu dans un cadre précis. A propos de la relation intention-comportement, nous pouvons citer ici les travaux de **Schwartz et Howard (1981)** et **Schwartz (1992, 1997)** sur le modèle d'activation des normes morales (NAM, Norm activated Model, ou encore les **travaux de Prochaska et DiClemente (1982)** qui ont permis de développer la **théorie Trans-théorique du changement puis le modèle en spirale des stades du changement (1994)**.

Ceux de North (2005) sur l'appréhension des individus de la nécessité du changement économique est intéressante dans le contexte de notre recherche. Les derniers travaux de North (2005) s'inscrivent dans le courant de pensée néo-institutionnaliste (analyse des phénomènes sociaux, économiques et politiques), et permet d'offrir un nouvel espace à la psychologie dans le processus de la décision. North écrit à ce propos « *les économistes le savent bien, l'économie est une théorie du choix. Mais pour améliorer les perspectives de l'homme, il faut comprendre les sources de ses décisions. C'est une condition nécessaire pour la survie de l'humanité* ». En ce sens North a permis de mettre le changement sociétal et la manière dont les individus l'appréhendent et l'intègrent dans leurs actions, au centre du processus de développement et de croissance économique en général.

Tout comme Ajzen et Fishbein, il s'appuie pour cela sur l'économie dite comportementaliste (« Behavioral economy » avec Thaler, Kahneman) et la « neuro-économie » (V.Smith) qui

étudie le caractère et la portée cognitive des systèmes informels (croyances et normes) des individus dans leurs comportements économiques, éléments fondamentaux pour comprendre ce processus. Pour se faire l'auteur remet en question la vision néo-classique qui analyse les changements économiques de façon statique, et s'appuie alors sur la notion de l'intentionnalité des individus.

Il considère entre autres que les choix effectués par les individus sont le reflet d'un construit, et de schémas mentaux résultant en partie de leur héritage culturel, du quotidien qu'ils doivent résoudre mais aussi pour partie de leur apprentissage (scolaire et expérience métier dans le temps)

Dans le cadre de notre recherche, nous faisons le choix de mobiliser l'approche d'Ajzen et de North, que nous considérons comme très adaptées pour envisager la personnalisation et la prédictibilité du processus de changement de paradigme de la valeur, dans la conjonction de

- La latitude (degré du contrôle perçu) et de la volonté (individuelle et normative) du dirigeant de la grande entreprise cotée française, à jouer ce rôle de réconciliateur des VA et VP, portés par
- Les construits mentaux des dirigeants managant sur le sol français.

**De notre point de vue, l'approche de North (2005) nous permettra de considérer l'environnement contextuel français à la juste valeur de « l'exception française »** qu'il peut représenter (l'élitisme, la confrontation syndicats-dirigeants, ou la forme actionnariale par exemple), tandis que l'approche d'Ajzen a le mérite de souligner que l'attitude n'est pas à elle seule, le déterminant direct et unique des conduites des individus. En effet, pour que l'attitude soit un bon critère de prédiction et que l'intention en question ait de forte chance de se réaliser dans le comportement, il faut une convergence favorable et simultanée des 3 critères de croyances comportementales, normatives, et de contrôle. Par ailleurs pour permettre à cette hypothèse d'exister pleinement, il faudra une adéquation forte entre le contrôle perçu et le contrôle réel (Giger, 2008).

Nous nous proposons donc d'aborder

- Tout d'abord, la volonté du dirigeant de la grande entreprise cotée française sous le prisme des intérêts individuels et normatifs, au travers notamment du contexte français d'accession et au maintien à la direction des entreprises cotées.
- Ensuite nous aborderons la latitude du dirigeant sous le prisme des croyances de contrôle représentées par la gouvernance et la structuration actionnariale des grandes entreprises cotées en France.
- Enfin nous essayerons de conclure en fonction des éléments recueillis dans la littérature, sur une hypothèse de prédictibilité d'un comportement planifié des dirigeants de grandes entreprises cotées en France, à tester sur notre terrain empirique.

**En préambule, il paraît fondamental dans le contexte actuel de clarifier ce que nous entendons par la grande entreprise cotée « française ».** Car, à priori quand on parle d'une entreprise cotée « française », on s'attend à considérer une entreprise qui a été créée et qui est établie sur le territoire français, qui suit les règles de droits français, qui emploie des salariés et produit un chiffre d'affaires notable en France. Et c'est effectivement le cas dans les années 1960\_70 quand on parlait des entreprises nationales françaises. Pour autant, quand on lui demande sa définition d'une entreprise française aujourd'hui, Bertrand Collomb ancien PDG de Lafarge pendant près de 15 ans répond très simplement que ce sont « *des entreprises internationales aux racines françaises* ».

En effet, depuis 2010, les cartes du paysage économique français sont rebattues et le modèle de l'entreprise dite « française » qui a changé très rapidement, ne semble plus revêtir la même définition. Le rachat des grandes entreprises, la création de « holding » (notamment aux Pays Bas, au Luxembourg) ou encore le déplacement des centres de décisions hors de France, l'internationalisation des directions et des conseils d'administration, questionnent sur ce que l'on entend par « entreprise cotée française » dans l'économie « française ».

La crise de 2008 a ébranlé considérablement les entreprises françaises et leurs stratégies. Elle a définitivement transformé, reconfiguré durablement ce que l'on s'attache à nommer le « capitalisme français ». Lentement mais sûrement, les « fleurons » de l'industrie française sont rachetés ou transfèrent d'eux-mêmes une grande partie de leurs actifs à l'étranger. Il devient très difficile de parler de « l'entreprise française » dans un monde globalisé où l'optimisation fiscale et l'implantation territoriale (« local content ») est devenu partie intégrante de la stratégie de l'entreprise. En France le patriotisme économique des grandes entreprises « françaises » semble dorénavant plus affectif que structurel (Dudouet, 2011). Pour comparaison il est intéressant de noter, et contrairement au CAC 40, les 30 entreprises Dax, ont toutes encore leur siège en Allemagne.

Interrogés en 2014, dans un documentaire de France 3 intitulé « La France des grands patrons »<sup>149</sup>, un certain nombre de dirigeants français reconnaissent qu'avec

---

<sup>149</sup> <https://www.youtube.com/watch?v=nJ-l6cGHsr4>

l'internationalisation et la globalisation économique, le contour de l'entreprise dite « française » est très difficile à définir aujourd'hui.

Denis Kessler s'interroge « *Quand je dis entreprise française je ne sais plus très bien ce que c'est non plus, c'est quoi ? c'est une entreprise dont le management parle français ? est-ce que c'est une entreprise française globale où on parle l'anglais où la langue de travail est l'anglais ? Est-ce que c'est une entreprise dont le siège social est à Paris ou en France ? mais les sièges sociaux sont dé-localisables et peuvent partir ailleurs et de temps en temps ils n'ont plus le rôle qu'ils avaient historiquement. C'est quoi, une entreprise française ? c'est là où le capital est principalement détenu par des français ? mais c'est plus le cas depuis longtemps les entreprises du CAC 40 sont détenus par des fonds de pension anglais, des fonds souverains singapourien ou Qatarie, que sais-je encore. Donc qu'est-ce que c'est qu'une entreprise française ? ça c'est des réflexions de fond »*

Christophe de Margerie de son côté constatant que certaines jouissent encore beaucoup d'une image d'entreprise cotée française alors que dans les faits, chiffres à l'appui, nombre d'entre elles n'ont de « français » plus que l'origine, sans réelle présence physique dans le pays, il commente alors « *Danone c'est un groupe français, bien français Danone les yaourts, l'eau d'Évian, et bien Danone c'est 10 % de leurs effectifs en France. Danone 10% alors que chez nous, chez Total c'est 33% des effectifs en France, donc nous avons beaucoup plus d'effectifs français que Danone. Et pourtant, tout le monde est persuadé du contraire, tout pour le monde pense que Danone c'est la vraie boîte française, et bien non* », la faute à l'optimisation fiscale et à la gestion drastique des coûts qui incite à délocaliser depuis longtemps dans des pays à bas coûts.

Et de nombreuses études et rapport sur l'internationalisation des entreprises françaises le montrent. L'express en 2014 publie un graphique édifiant des effectifs des entreprises françaises et de leur chiffre d'affaires 2012<sup>150</sup> qui aurait pu s'intituler la dénationalisation des entreprises françaises. A l'époque, sur les 40 entreprises du CAC seulement 20% d'entre-elles ont encore 50% de leurs effectifs en France, tandis que 15% seulement comptabilisent 50% de leur chiffre d'affaires sur le territoire français.

---

<sup>150</sup> Source 2012: [https://lexpansion.lexpress.fr/entreprises/quand-les-entreprises-francaises-prennent-le-large\\_1623624.html](https://lexpansion.lexpress.fr/entreprises/quand-les-entreprises-francaises-prennent-le-large_1623624.html)

Par ailleurs et avec cette internationalisation des entreprises françaises, les conseils d'administration se transforment eux aussi et accueillent dorénavant de nouveaux représentants étrangers, après par exemple des « mariages » de raison binationaux (Technip FMC, Lafarge Holcim, etc...) ou suite à la demande de certains actionnaires activistes entrés au capital. Il en résulte une accélération du "glissement" des entreprises hors de France, que les dirigeants de ces entreprises « françaises » semblent incapables d'arrêter.

Interviewé dans ce même documentaire de France 3, Anne Lauvergeon fait référence à la notion de citoyenneté pour parler des entreprises françaises et regrette que certains dirigeants français aient oublié d'où ils viennent et l'importance de préserver le tissu économique français « *la citoyenneté des entreprises est très importante et ça me choque d'ailleurs d'entendre parfois quelques chefs d'entreprise finir par oublier, peut-être parce qu'ils sont en rogne vis-à-vis de fonctionnement français, et de finir par oublier d'où ils viennent et qu'ils sont* ».

Pour autant, la plupart des dirigeants interviewés, reconnaissent une certaine fierté d'être français et la notion de l'origine culturelle française partagée à l'international dans tout le groupe. C'est par exemple Bertrand Collomb (ex Lafarge, mort en 2019) qui dit « *Si vous dites je suis un groupe français ça veut dire que les non français n'ont rien à y faire. En même temps je pense que c'est très important de se rattacher à la culture, l'histoire du groupe, parce que c'est ça qui a fait son succès et qu'il faut conserver un certain nombre de ces valeurs. Pour moi j'avais trouvé une formule qui était « nous sommes un groupe international à racines françaises »* ou encore Maurice Levy (ex-P.-D.G. de Publicis jusqu'à 2018) « *moi je n'oublie jamais que c'est la France lui nous a permis d'être ce qu'on l'est, et je trouve que c'est bien, je suis fier de Publicis, je suis fier des entreprises du CAC 40, je suis fier des entreprises françaises* ». Alexandre Bompard (P.-D.G. de Carrefour) « *Je ne crois pas en cette idée du « je dénie la réalité initiale de mon entreprise, je deviens mondial, global et je n'ai plus aucune racine locale* ». D'ailleurs quand vous allez, comme je l'ai fait ça il y a quelques mois, vous balader dans la Silicon Valley, j'y ai passé un peu de temps, quand vous discutez avec Larry Page ou avec Zuckerberg, ils ne vous disent pas qu'ils n'ont pas de racines. Leurs racines elles sont à Stanford, elles sont dans la Silicon Valley, elles sont à Palo Alto. Ils sont profondément de-là ».

De leur côté, pour répondre à la question de qu'est-ce qu'une entreprise cotée française aujourd'hui, Pierre Yves Gomez et Simon Rossi (2018) dans leurs travaux **s'appuient sur trois dimensions pour qualifier ce qu'ils appellent « la territorialité »** d'une entreprise dite française : la répartition géographique des effectifs, la répartition de son chiffre d'affaires et la nationalité de son actionnariat.

En se basant sur les données collectées sur une période de 10 ans (2005\_2015) pour une centaine d'entreprise du SBF120, les auteurs concluent que pour les très grandes entreprises (plus de 25000 employés, avec un Chiffre d'affaire supérieur à 7,5 milliards d'euros ou 10 milliards de capital), seulement 32% de l'emploi et 26% du chiffre d'affaires sont réalisés en France. Il semble que la globalisation de l'économie ait fait disparaître les frontières et la territorialité des entreprises françaises.

Cependant fait notable, 56% du capital est encore détenu par des résidents français, 90% des dirigeants sont français et 92% de leurs administrateurs le sont aussi. Autrement dit, Il semble que chez les très grandes entreprises (celles qui dominent l'économie française d'aujourd'hui), l'ancrage territoriale soit de moins en moins français tandis que l'actionnariat et la gouvernance le sont encore. Dans le temps les très grandes sociétés cotées sur la place boursière parisienne (dont les serveurs se trouvent au nord de Londres !) créent de la valeur dans un espace qui est de moins en moins national, et cela joue fatalement un rôle particulier dans la capacité des dirigeants d'entreprises cotées françaises à mener des stratégies singulières mais aussi dans la latitude et ou la volonté de ces derniers à privilégier des stratégies qui mettront en avant la nationalité et la citoyenneté de leur entreprise.

Dans cet état de fait, deux stratégies sont alors possibles. Un nationalisme protectionniste tel que le préconise les États unis et l'administration Trump. Celui qui cherche à faire coïncider l'espace de développement territoriale des entreprises avec celui de la nation. Et à l'inverse, un nationalisme expansionniste, que préconise par exemple la Chine avec sa nouvelle route de la soie, et qui considère que l'influence géopolitique du pays est garantie grâce à des entreprises globalisées qui exploitent essentiellement des opportunités à l'extérieur des frontières nationales.

**La France dans ce processus géopolitique avec son moto « France is back » lancé par le Président Macron, cherche à attirer les entreprises étrangères sur son territoire et sur ce cas bien particulier semble plus proche d'un modèle de développement économique sur son territoire que d'une grande « marche en avant » vers l'étranger.**

Et il semblerait que cet ancrage territorial de moins en moins français s'applique aussi aux dirigeants de ces entreprises. Car même si la grande majorité d'entre eux sont français de nationalité, la polémique sur la nécessité que les dirigeants des sociétés du CAC 40 payent tous leurs impôts en France, est revenue sur le devant de la scène avec l'affaire de Carlos Ghosn, et la « découverte » de son imposition fiscale en Hollande. En réponse le gouvernement s'est dit favorable à des amendements de la loi pour imposer que les dirigeants d'entreprises cotées au-dessus de 250 millions de chiffre d'affaires<sup>151</sup> soient domiciliés en France et rappelle dans le même temps que « *Tout dirigeant d'une société cotée française, ou dont le siège social est situé en France, ou ayant l'État comme actionnaire, devra payer de l'impôt en France* ».

C'est pourtant loin d'être le cas, surtout dans les entreprises fortement internationalisées, dont les dirigeants sont répartis à travers le monde. Pour exemple François Pinault le P.-D.G. de Kering, mais, Christophe Navarre le directeur exécutif de Moët-Hennessy, Chris Viehbacher P.-D.G. de Sanofi, ou encore Jean-Pascal Tricoire le P.-D.G. de Schneider Electric, tous ont quitté la France, afin d'exercer leurs fonctions au plus près du centre névralgique de leurs affaires. Pour autant, si la raison était fiscale, il n'est alors pas nécessaire pour un dirigeant de quitter la France pour payer moins d'impôts, les mécanismes d'optimisation fiscale permettant notamment au P.-D.G. d'Essilor, de payer ses impôts dans trois pays, dont deux ont une fiscalité inférieure à la France.

**Avec la globalisation, on constate donc un affaiblissement de la loyauté des dirigeants au patriotisme économique français. Par conséquent, cela déteint sur les grandes entreprises du CAC40 qui, de fait, semblent avoir rompu les liens qui les rattachent aux obligations de leur nationalité, à ce que Maurice Levy, (alors patron de l'AFEP) qualifiait « d'inscription française des grands groupes ».**

---

<sup>151</sup> Précédemment le projet de loi de finance 2020 donnait un seuil de 1 milliard.





## **4. Croyances comportementales et croyances normatives : quelle volonté du dirigeant de la grande entreprise cotée française à conduire le changement de paradigme de la valeur ?**

« *Chaque humain arrive au présent avec un passé composé.* ». Louis Pauwels<sup>152</sup>

**En nous appuyant sur les travaux sur les construits mentaux de North et ceux d’Ajzen sur les croyances comportementales et normatives qui amènent à une certaine intention comportementale, l’objectif de cette partie sera alors d’appréhender la volonté (entendu comme le processus motivé) du dirigeant de la grande entreprise cotée française à réconcilier la VA et VP et ainsi conduire le changement de paradigme de la valeur (envisager une prédictibilité).** Dans le cas précis de la France, il nous semble que les éléments de contextualisation provenant d’une certaine forme d’« exception française » influent fortement sur les construits et schémas mentaux (North, 2005) du dirigeant ceux qui vont se retrouver, comme le suggère Ajzen, dans les croyances et intentions comportementales. Nous allons donc aborder ces éléments de contextualisation du point de vue :

- **Historique et culturel** : Le modèle de l’entreprise, fondé sur le « capitalisme français » développé depuis le 19eme siècle, est tout à fait singulier, et incarné par des symboles forts qui ont permis de maintenir jusque-là, une certaine cohésion entre Économie et Société, avec une intervention publique « à la française » que certains qualifient de « compromis français » quand d’autre parlent d’interventionnisme étatique. Nous verrons en quoi cet héritage historique et culturel français dans la singularité qu’il représente, a un impact sur l’image que le dirigeant de grande entreprise cotée française

---

<sup>152</sup> Journaliste et écrivain français, 1920-1997 fondateur du figaro magazine.

renvoie dans la Société et comment il peut avoir une influence sur sa latitude décisionnelle.

- **De l'évolutions des rémunérations des dirigeants des grandes entreprises françaises**, qui même si elles sont loin d'être comparables à celles des dirigeants anglo-saxons, sont de plus en plus importantes<sup>153</sup> et semblent de moins en moins corrélées avec les performances de l'entreprise (c'est par exemple Georges Plassat ex-patron Carrefour, qui quitte l'entreprise fin 2017 avec une prime de près de 900 000 € pour « bons résultats » passés (dont le rachat de DIA), alors que dans le même temps le nouveau patron Alexandre Bompard annonce la revente des magasins DIA, la fermeture de 243 magasins carrefour et le licenciement de 2 000 salariés). La forme chrématistique des rémunérations des dirigeants des grands groupes cotés français, crée un biais très important dans le rapport de l'expectancy-value model tel que décrit par Ajzen dans la TCP, pour les croyances comportementales. En l'état de la gouvernance et des incitations financières, ce rapport entre les pertes et gains réalisés par l'adoption d'un comportement semble totalement déséquilibré.
- **de la morphologie des élites patronales** : Une grande partie des dirigeants des grandes entreprises du CAC40, qu'ils soient formés dans les grandes écoles élitistes, au pouvoir et aux réseaux considérables, ou bien issus de grandes familles d'entrepreneurs, représentent un groupe social et élitiste stable qui semble prendre des positions stratégiques qui questionnent le modèle d'équilibre du « compromis français » et convergent vers une maximisation de la valeur pour l'actionnaire au détriment des autres parties prenantes. Qui dirigent les grandes entreprises en France aujourd'hui ?

#### **...à l'appartenance à un « groupe social des dirigeants » :**

En quoi la relative stabilité du « groupe social » (Galambaud, 2013) de l'élite patronale, peut-elle jouer un rôle dans la volonté du dirigeant à réconcilier les valeurs ? L'apport de la sociologie en particulier au regard de l'aspect cognitif, a permis de proposer une alternative à la théorie du « rôle » définie par Parsons. En effet, la notion d'appartenance à une classe ou groupe social à part entière, permettrait aux dirigeants des grandes entreprises de partager un « habitus » similaire (Bourdieu, 1977), nous souhaitons le mobiliser ici.

---

<sup>153</sup> La publication du pay ratio rendue obligatoire montre une déconnection entre les salaires des dirigeants et le reste de leur organisation

#### 4.1. Un contexte historique et culturel qui fonde « l'identité française » et sociale dans lequel évolue la grande entreprise cotée française et son dirigeant.

Pour répondre à la question du rôle du dirigeant de la grande entreprise en France et de sa capacité à réconcilier les valeurs actionnariale et partenariale, il nous paraît important de revenir ici sur l'évolution du modèle du « capitalisme français » d'un point de vue historique et culturel. « *L'expérience humaine consciente a donné naissance à la culture et la culture à l'histoire. L'histoire n'est pas simplement une chronique elle est une interprétation dans laquelle on soupçonne la présence de causes et de valeurs* ». (Edelman (1992) cité par North, 2005, p64). Au travers du terme « culture » et les travaux de North, apportent un regard intéressant à notre recherche, celui de la remise en question de la rationalité pour introduire la notion de l'« apprentissage cumulatif » d'une Société basée sur des éléments fondateurs telle la langue, ou la mémoire collective, et qui constitue un « *échafaudage qui s'impose aux acteurs, contribuant ainsi au processus du changement dans le temps* » (2005, p15). Il y a donc un rôle prégnant de l'héritage culturel dans les comportements et les réactions des dirigeants, aux incertitudes sur l'évolution de l'environnement de la grande entreprise cotée. Aussi connaître et comprendre cet aspect du champ de notre recherche permet de contextualiser la prise de décisions stratégiques et les comportements des dirigeants en France, notamment dans le cadre de la mondialisation, portée par un capitalisme économique universel mais acculturé, et qui traverse les Sociétés de façon horizontale sans se soucier des verticalités culturelles (au sens d'Hofstede) propres à chaque pays (pour exemple la problématique à laquelle est confrontée Facebook qui doit « modérer » les contenus de façon mondiale).

Il semble donc que dans le temps la notion de nationalité ou de territorialité des entreprises, se soit diluée dans la globalisation de l'économie, offrant au dirigeant un espace d'échanges économiques complexe, faisant disparaître les frontières physiques, et ne répondant plus forcément aux attentes de la Société à laquelle il appartenait. Le renforcement et la convergence vers un processus capitalistique universel « all fit one », amorcé avec la chute de l'idéologie communisme de la fin 89 et très financiarisé depuis, remet en question ce modèle du

« compromis social » voulu par la Société française, et porté par une culture et une histoire toutes deux profondément singulières.

Singulière car le modèle d'entreprise « française » est un modèle connoté « anticapitaliste », qui trouve ses racines dans la révolution de 1789 (Peyleverade, 2017). Même si comme de nombreux pays la France a adopté au fil du temps un modèle de « capitalisme européen continental » (Amable, 2009) à dimension égalitaire et républicaine, il reste très empreint de l'histoire de la lutte des classes. Même si la France est un pays laïque, le modèle capitaliste français est influencé par une tradition catholique qui lui a transmis d'une certaine façon une dimension « punitive » de l'enrichissement personnel et de la réussite<sup>154</sup>. Il est aussi influencé par une « culture paysanne » qui applique une règle de prudence (voir d'aversion aux risques) et de discrétion dans le rapport à l'argent. Très rares ont donc été les périodes dans l'histoire de France, où l'on a pu parler de la réussite de l'entrepreneuriat français comme d'une fierté nationale. Et aujourd'hui encore, de cet héritage historique et culturel, on constate une certaine ambiguïté à l'égard de la réussite entrepreneuriale, une certaine complexité du rapport de la Société française avec ses entreprises, et qui fait son identité propre ; d'un côté l'entreprise est jugée nécessaire car elle crée de l'emploi et de la richesse, de l'autre elle subit un sentiment de défiance, qui ne peut être ignoré par les dirigeants d'entreprises, notamment dans le contexte globalisé actuel.

**Une première défiance très importante pour le développement et la durabilité de l'entreprise cotée dans le temps est celle liée à ses besoins en financement largement boudés par les Français qui préfèrent l'épargne sans risque, aux marchés financiers.** Bancel (1997,2004) parle d'une « faiblesse du rôle des marchés financiers et l'orientation de l'épargne des ménages vers les valeurs à revenu fixe plutôt que vers la bourse ». Sur ce point, quand on lit la dernière étude publiée par l'observatoire de la BPCE, on constate que l'épargne française est abondante mais insuffisamment orientée vers les placements en actions. La France possède un taux d'épargne record, qui dort sur « des comptes à vue » non rémunérés<sup>155</sup>, et qui joue en la défaveur des entreprises françaises. Ce taux d'épargne, relativement stable depuis la

---

<sup>154</sup> A lire sur ce sujet « Le jubilé et l'argent », texte publié à l'occasion de la pentecôte de l'an 2000, par le conseil national de la solidarité et la commission sociale des évêques de France. L'église

<sup>155</sup> A fin 2018, l'encours sur les dépôts à vue s'élève à 422 milliards d'euros selon l'étude BPCE. <https://groupebpce.com/toute-l-actualite/actualites/2019/epargne-des-menages-les-depots-a-vue-au-plus-haut-depuis-2009>  
<https://groupebpce.com/toute-l-actualite/actualites/2019/jamais-les-francais-n-ont-laisse-autant-d-argent-sur-leurs-comptes-courants>

crise de 2008, représente l'équivalent de 33 milliards d'euros en compte pour 2018. Cette épargne, loin d'assurer le financement des entreprises, en actions ou obligations, est principalement monopolisée par des placements immobiliers (environ 60% de l'épargne nationale) ou des actifs sans risque ou assimilés comme l'assurance-vie. Ce phénomène est, par ailleurs, amplifié par les règles de la communauté européenne qui interdisent aux gouvernements des États membres de légiférer afin d'orienter l'épargne de leurs citoyens en priorité vers les entreprises nationales<sup>156</sup>. Ceci a pour conséquence directe d'offrir un espace disponible très important pour les investisseurs étrangers sur les marchés financiers français, et pour les entreprises françaises d'être obligées de se financer de plus en plus avec des capitaux étrangers.

Alain Tourdjman économiste à l'observatoire de la BPCE, commente à ce sujet « *il y a cette idée chez les ménages français que le temps long n'est plus nécessairement rémunérateur sur les marchés boursiers et que ceux-ci sont devenus très complexe. Les individus sont très méfiants car ils considèrent qu'ils n'ont pas la même information et la même capacité d'action que des acteurs professionnels qui fonctionnent par exemple avec des algorithmes* »<sup>157</sup>

A cette lecture on fait alors un triple constat.

- Celui du manque de connaissance (et de formation) de la population française sur l'Économie et l'investissement actionnarial. Ceci pourrait trouver son origine dans notre modèle de retraite par répartition qui veut que les Français n'aient pas eu à se prendre en main pour s'assurer une rente à long terme alors que les américains sont habitués depuis des décennies à gérer leur épargne retraite (le compte épargne « 401k »)
- Son corollaire, la méfiance face au risque généré par les marchés financiers couplée à un taux d'imposition des dividendes relativement important si l'on compare avec le reste de l'Europe et les pays Anglo-saxon ; Et même si la loi PFU a été votée et les chiffres de l'actionnariat individuels augmentent à nouveau depuis 2016, ils sont encore loin des taux de détention d'outre atlantique (14%). Si les Français font le choix de l'épargne,

---

<sup>156</sup> Au demeurant les ordonnances sur la PFU et L'IFI mises en place par le gouvernement actuel ont tout de même pour finalité de redonner de l'attractivité à la bourse française avec un impact positif direct sur la fiscalité des investisseurs français pour la PFU et une mesure incitative à transférer ses placements de la pierre vers l'actionnariat, avec l'IFI.

<sup>157</sup> les Échos du 13 avril 2019, <https://www.lesechos.fr/finance-marches/banque-assurances/les-francais-privilegient-massivement-lepargne-sans-risque-1008796>

alors la gestion de portefeuilles délégués à des institutions financiers et assurances vies restent le modèle dominant. Car le modèle français de « rente » est et reste mal considéré.

- Celui enfin celui du « temps de l'entreprise » qui diminue considérablement avec des durées de détention des titres qui raccourcissent. Une volatilité plus importante des valorisations d'entreprises à raccourci considérablement le temps de détention des actionnaires avant plus patients. Une étude de marché a d'ailleurs révélé que 90% des plus-values d'actions se font généralement sur 10% du temps de détention.

La conclusion du rapport du Conseil d'Analyse Économique « *Épargner à long terme et maîtriser les risques financiers* », rédigé par O. Garnier et D. Thesmar, (2009) résume bien ce triple constat « *L'éducation financière limitée des épargnants français et leur faible niveau d'information les empêchent de bénéficier des opportunités d'investissement qui leur sont offertes. L'allocation d'actifs des ménages dont l'éducation financière est limitée offre un profil rendement-risque sous-optimal. La méconnaissance du rôle que peuvent jouer les investisseurs de long terme en France pénalise le rendement des placements financiers des épargnants* ».

**La grande entreprise en France subit une autre défiance de la part de la Société française, celle de son rapport de forces permanent entre ses acteurs internes (patronat et syndicats) que l'État doit, au fil du temps, réguler par la loi.** Au travers de la propriété privée des moyens de production, le modèle de la grande entreprise s'est organisé autour de 3 grandes structures de division et de légitimation de la direction d'entreprise :

- Des entreprises familiales où propriété du capital et direction de l'entreprise sont confondues. C'est encore le cas chez Auchan avec la famille Mulliez, ou chez Hermès International avec A Dumas descendant de la famille Hermès. Dans le temps, l'autorité patronale a été socialement acceptable dans la mesure où le dirigeant est personnellement engagé sur ses deniers dans l'entreprise (ou ceux de sa famille) et porte le risque résiduel en cas de mauvaise gestion.

- On y trouve aussi des entreprises dites « mixtes » où la propriété et la direction se trouvent de plus en plus séparées, comme chez Peugeot où la famille siège au conseil d'administration mais ne dirige pas l'entreprise qui est managée par Carlos Tavarès. Ce format reste proche du format des entreprises familiales. Les dirigeants sont légitimés par les propriétaires de l'entreprises.
- Et enfin on y trouve une catégorie majoritaire aujourd'hui pour les entreprises cotées, celle des entreprises où la propriété et la direction sont totalement séparées et dont la direction est majoritairement pilotée par des dirigeants issus des grands corps d'État français et des grandes écoles de commerces nationales et internationales. Dans cette configuration et jusqu'à la fin des années 1980, la légitimité de ces dirigeants vient de leur technicité et les syndicats représentent le seul vrai contre-pouvoirs de cette « oligarchie managériale » (Gomez, 2018) (pour ensuite être remplacés par les actionnaires).

**Donc l'origine de cette lutte entre acteurs internes de l'entreprise, ne se trouve pas dans la remise en cause de la propriété privée des moyens de production, mais plutôt dans la légitimation et la limitation du degré de liberté (ou pouvoir exécutif) du dirigeant et des actionnaires (pouvoir souverain) à s'octroyer en priorité les bénéfices de la richesse créée par l'entreprise.**

Le P.-D.G. de Price Ministère, qui a fait une bonne partie de sa carrière aux États-Unis, trouve cette relation de défiance vis à vis des patrons d'entreprises culturellement « édifiante » par rapport au modèle anglo-saxon. Il écrit « *je le vois régulièrement dans les débats auxquels je participe, nombreux sont ceux qui croient que le chef d'entreprise est quelqu'un qui cherche à appauvrir ses salariés pour s'enrichir, c'est absurde ! et cela devient un cercle vicieux* ». Et contrairement à nos voisins allemands qui, à la faveur de leur histoire et de leur culture, ont mis en place un modèle de gouvernance de codétermination entre le dirigeant et ses employés le « Mitbestimmung », le modèle français lui s'est construit sur l'opposition ouverte entre les protagonistes internes à l'entreprise. De fait, en Allemagne, le dirigeant est perçu comme un accompagnant de la communauté des travailleurs, alors qu'en France, le dirigeant d'entreprise s'est construit comme le représentant d'une autorité de compétence, puissant qui porte une



responsabilité sociale (Hatchuel, 2018) dans un rapport de forces, longtemps perçu comme patriarcal.

La particularité allemande de la codétermination aura une grande influence sur les décisions de structurations de ses grandes entreprises et leur organe de gouvernance. De même pour la France, Hatchuel (2018) résume assez bien ce qui s'est joué « *le modèle français s'inscrit dans un libéralisme actionnarial qu'il faut tempérer par le code du travail* ». L'État « providence » français, a pris beaucoup de prérogatives et notamment celle du « consensus social ». Au travers de la loi, il a introduit la responsabilité du chef d'entreprise. La réussite économique passe alors par une certaine humanité à réussir, non pas seul, mais par et pour la Société. C'est d'ailleurs dans cet esprit que le droit du travail reprend cette vision du chef d'entreprise « patriarcal », qui pendant longtemps été très protecteur des employés et des individus dans leur rapport à l'entreprise. Depuis 2007 d'ailleurs, la loi Larcher relative à la modernisation du dialogue social, impose une phase de consultation avec les partenaires sociaux avant toute décision par l'entreprise d'un plan social ou autre changement majeur de stratégie impactant les parties prenantes internes. La loi Florange de 2013 a elle aussi été l'un des dernières lois mise en place en France pour protéger les travailleurs et imposer une empreinte sociale obligatoire au dirigeant.

Depuis, ce « protectionnisme social » très français est en train de se modifier peu à peu avec la loi n° du 8 août 2016 relative au travail, à la modernisation du dialogue social et à la sécurisation des parcours professionnels, dite loi Travail ou loi El Khomri et récemment avec la réforme du code du travail 2018. Cette dernière instaure une « flexi-sécurité » à la française, visant à assouplir le code du travail et permettre aux entreprises d'embaucher et de faire face à la conjoncture économique mondiale de manière plus flexible et plus agile. Pour se faire elle comporte plusieurs dispositions : facilitation du licenciement économique, début d'inversion de la hiérarchie des normes au profit du dialogue social, référendum d'entreprise. Il semble que l'État dans sa décision de dérégulation du droit du travail a souhaité rétablir la compétitivité des entreprises françaises dans une meilleure attractivité de l'économie française, en Europe et dans le monde.

**Ce modèle « à la française » est d'ailleurs et nous venons de le voir en partie, un dispositif où l'on retrouve l'omniprésence de l'État, ce qui a eu pour résultat d'influencer et de « modéliser » l'écosystème dans lequel les entreprises françaises se sont développées.**

Sans remonter trop loin dans le temps, nous constatons que l'histoire des entreprises françaises est jalonnée des interventions de l'État dont le souhait a été de façonner et renforcer son économie territoriale<sup>158</sup> avec une « empreinte sociale » forte. Au sortir de la seconde guerre mondiale jusqu'au début des années 70, la France connaît une période « d'unité modernisatrice » de ses entreprises. Mais avec la fin du système de Bretton Woods (1974), et l'internationalisation des économies des années 80, ce modèle va évoluer considérablement. L'État pousse pour une concentration des entreprises françaises en grands groupes industriels, ceux qu'on nomme alors les « champions nationaux », permettant ainsi de préparer ces entreprises au grand marché unique européen qui se profile (Georgiou, 2018). La forme achevée de cette politique est visible avec les grands projets technologiques pilotés par l'État, sous la présidence Pompidou (1967-1974). En 1981 avec l'application du programme commun de gouvernement, les entreprises françaises vivent un renouvellement de mouvement de nationalisation de grande ampleur (le dernier datait de 1944\_1946). Il s'applique à de nombreux secteurs dont les banques d'affaires et les très grands groupes industriels, et se justifie selon l'État par le souci de limiter l'évolution vers un caractère trop financier des grandes entreprises. Avec la privatisation de la finance de la fin des années 80, et à suivre celle des monopoles d'État opérée dans au début des années 90, le désengagement progressif de l'État français dans l'économie marque une nouvelle étape historique dans la construction du modèle capitaliste français. Les entreprises françaises s'internationalisent et se distinguent des entreprises dites traditionnelles par leurs structures en centres de profits (filiales) reportant à la maison mère (le centre stratégique des décisions) stimulant l'accroissement des taux de marge et surtout le management « gestionnaire » de type anglo-saxon. Sous le prétexte d'ouvrir ses frontières aux capitaux anglo-saxons, européens et asiatiques, la France constate une accélération inexorable du processus de financiarisation de ses entreprises sur son territoire. Michel Pébereau<sup>159</sup>, alors président de la BNP résume parfaitement cette transformation qui se met en place à la fin du XX siècle ; *« Le XXIe siècle sera celui du marché. Les champions de la compétition économique entre les nations sont les entreprises : il nous faut donc des entrepreneurs. Ces entreprises*

---

<sup>158</sup> Ce que les économistes et historiens comme Lévy-Leboyer ou Bourguignon ont extrêmement bien décrit dans deux nombreux ouvrages et notamment dans le livre « Entre l'État et le marché L'économie française des années 1880 à nos jours » (1991) avec la contribution de nombreux autres auteurs.

<sup>159</sup> dans le rapport sur le « capitalisme français du XXIe siècle » publié par l'Institut de l'entreprise (1995)

*seront donc privées : il nous faut des capitaux. Il est vital, pour notre identité culturelle, qu'il y ait un capitalisme français ».* En revanche dans son ouverture à l'international, le modèle « à la française » semble complexé par son capitalisme probablement trop « étatiste » pour la mondialisation qui s'annonce. Michel Pébereau a nouveau, défendant le modèle tricolore dans une tribune dans les échos commente. *« Nous faisons trop de complexes. Il y a des particularités françaises que l'on ne retrouve pas ailleurs, comme le souci d'une communauté entre les actionnaires, les salariés et les clients. La place de l'État est également particulière, comme l'est également l'idée des noyaux stables dans le capital ».* Il plaide alors pour un capitalisme « *humaniste et consensuel* ». A la fin du XX siècle, ces transformations stratégiques et territoriales des entreprises françaises ne sont alors pas directement synonymes de perte de nationalité ni de citoyenneté, cependant elles tendent à redéfinir la spécificité française en l'homogénéisant au modèle international des grandes entreprises dont les conséquences seront multiples et notamment avec la crise de 2008.

Et même si l'on parle d'un terreau ou d'une architecture génétique, dans le cas d'un dirigeant non français en charge de la direction d'une entreprise sur le sol français, nous constatons bien que toute décision stratégique qui ne prendrait pas en compte la notion territoriale originelle de l'entreprise (et qui revêt un caractère culturel fort) se verrait rejetée de fait par les parties prenantes devant les mettre en place.

**North fait aussi un parallèle important avec la capacité des Société à évoluer dans le temps. Il fait référence à la « dépendance de sentier » comme le mécanisme facilitateur ou à l'inverse bloquant pour le changement.** En effet il écrit *« les Sociétés conditionnées par leur expérience passée à considérer le changement innovant avec suspicion et antipathie contrastent vivement avec celles qui ont hérité d'un milieu favorable à ce changement »* (p40). Dans le prolongement des travaux d'Hayek, il ajoute l'idée que ce passé culturel commun joue comme un catalyseur unificateur d'une génération à l'autre et peut avoir un impact positif comme négatif dans cette transmission.

**Quoi qu'il en soit, l'auteur confirme que des stratégies portées par des idées trop éloignées des normes intégrées dans une culture d'une Société, ne peuvent aisément être incorporées à celle-ci.** Aussi la construction historique et culturelle du capitalisme français qui imprègne fortement la Société française et son appréhension de l'entreprise, agissent dans le sens d'un stimuli positif, un terreau qui peut favoriser une pensée inclusive des valeurs actionnariale et partenariale, et agir sur les croyances individuelles et normatives et donc l'intention du dirigeant (sur la partie de la volonté) de la grande entreprise cotée française à réconcilier les valeurs actionnariale et partenariale.

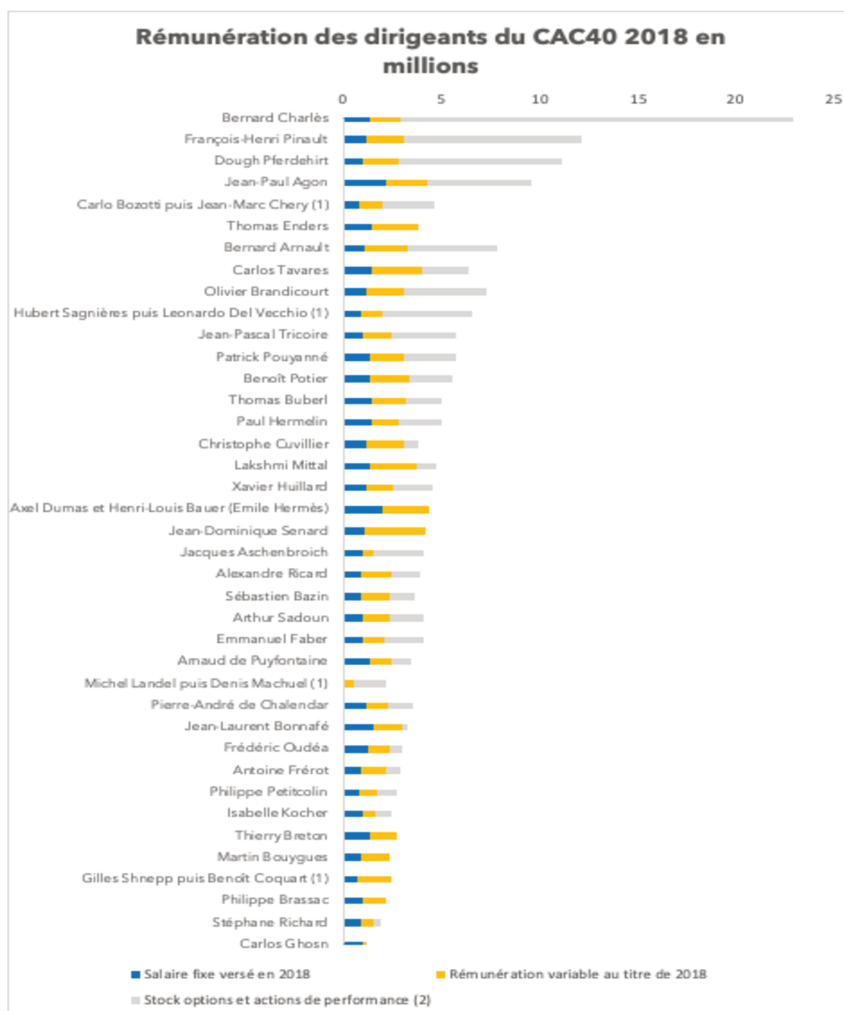
#### 4.2. Évolution chrématistique de la rémunération du dirigeant de la grande entreprise cotée françaises et l'« expectation-value model » des croyances comportementales

Nous l'avons vu précédemment dans le temps le rôle du dirigeant s'est transformé passant de celui manager de l'entreprise à celui de mandataire des actionnaires. Pour autant, ceci ne s'est pas fait sans le support d'une certaine forme d'incitation à un comportement donné, favorisant de facto la congruence d'intérêts entre le dirigeant et ses actionnaires (au détriment des autres parties prenantes.). En effet lorsque dans les années 1960\_70 les salaires des dirigeants étaient définis comme un multiple du revenu médian des salariés de l'entreprise, les années 90 ont vu le glissement de ce référentiel vers la performance du prix de l'action de l'entreprise. Et toute considération idéologique autre que celle-ci est alors devenue dissidente dans le contexte de la création de valeur (Friedman 1970). La mise en place d'un tel mécanisme d'incitation financière subordonné à la rentabilisation des investissements des apporteurs de capitaux a engendré un paradoxe important. En voulant instaurer un dispositif censé discipliner le dirigeant, les auteurs de la théorie de l'agence (Jensen et Meckling, 1976), et a fortiori les actionnaires, lui ont octroyé une nouvelle forme de motivation personnelle, celle d'atteindre des rémunérations sans commune mesure et ainsi d'acquérir une capacité d'influence étendue au monde macro-économique (voire politique), ce que décrit parfaitement Boyer (2005) : « *it is argued that the diffusion of stock-options and financial market related incentives, that were supposed to discipline managers, have entitled them to convert their intrinsic power into remuneration and wealth, both at the micro and macro levels. [...] Managers have used the pressures of*

*institutional investors and diverted them for their own benefit* ». Pour preuve la fortune de Jeff Bezos, était estimée à fin 2018 au PIB de la Hongrie.

**Pour le cas de la France, des dirigeants des grandes entreprises françaises, à quelques exceptions près (B Charlès, PH Pinault, D Pferdehirt, JP Agon et avant leur départ Brandicourt et T Enders), ces derniers disposent d'un salaire moyen qui reste inférieur à ceux de leurs compatriotes anglo-saxons et européens.**

Cette différence se justifierait par le fait que pour un salaire dont la composition est avec 25 % de salaire fixe, 35 % de rémunération variable et 40 % d'intéressement à long terme, en France le paiement à la « performance » reste inférieur. On pourrait tout de fois se questionner sur ce que « Performance » recouvre dans les faits.



Source : sociétés, Le Revenu, Ethics & Boards 2018

Société	Nom du dirigeant (1)	Salaires total Variation par rapport à 2017	BNA 2018	Performance de l'action en 2018	Dividende 2018/2017
STMicroelectronics [STM]	Carlo Bozotti puis Jean-Marc Chery (1)	207,0%	70,0%	-31,8%	10,5%
Kering [KER]	François-Henri Pinault	106,7%	40,7%	14,5%	75,0%
Publicis [PUB]	Arthur Sadoun	75,0%	4,9%	-8,4%	6,0%
Dassault Systèmes [DSY]	Bernard Charlès	45,0%	16,0%	17,2%	8,5%
Legrand [LR]	Gilles Shnepp puis Benoît Coquart (1)	34,0%	12,5%	-23,0%	6,3%
Crédit Agricole [ACA]	Philippe Brassac	9,6%	13,9%	-32,4%	9,5%
Vinci [DG]	Xavier Huillard	8,5%	8,8%	-15,9%	9,0%
BNP Paribas [BNP]	Jean-Laurent Bonnafé	8,3%	-7,3%	-37,0%	0,0%
Airbus [AIR]	Thomas Enders	8,3%	42,6%	1,1%	10,0%
Hermès International [RMS]	Axel Dumas et Henri-Louis Bauer (Emile Hermès)	7,9%	11,2%	8,7%	-50,0%
TechnipFMC [TEC] (7)	Dough Pferdehirt	7,3%	-15,7%	-32,0%	119,0%
Capgemini [CAP]	Paul Hermelin	5,7%	-7,7%	-12,2%	0,0%
Atos [ATO]	Thierry Breton	5,5%	3,9%	-40,5%	0,0%
Unibail-Rodamco-Westfield [URW]	Christophe Cuvillier	5,4%	7,2%	-35,4%	0,0%
Sanofi [SAN]	Olivier Brandicourt	5,4%	-1,3%	5,4%	1,3%
Axa [CS]	Thomas Buberl	5,4%	0,8%	-24,0%	6,3%
Vivendi [VIV]	Arnaud de Puyfontaine	5,3%	-10,0%	-5,1%	11,1%
Air Liquide [AI]	Benoît Potier	4,8%	-4,1%	3,3%	0,0%
Pernod Ricard [RI] (8)	Alexandre Ricard	4,2%	2,0%	8,5%	16,8%
Peugeot [PG]	Carlos Tavares	3,9%	44,9%	9,9%	47,2%
Danone [BN]	Emmanuel Faber	3,7%	2,0%	-11,9%	2,1%
Veolia [VIE]	Antoine Frérot	3,5%	-32,7%	-16,0%	9,5%
Saint-Gobain [SGO]	Pierre-André de Chalendar	3,5%	7,4%	-36,6%	2,3%
Total [FP]	Patrick Pouyanné	3,3%	32,4%	4,6%	14,7%
Société Générale [GLE]	Frédéric Oudéa	3,2%	47,0%	-35,7%	0,0%
Renault [RNO] (10)	Carlos Ghosn	2,7%	-34,5%	-35,1%	0,0%
Arcelormittal [MT] (7)	Lakshmi Mittal	2,5%	34,7%	-33,1%	125,0%
Engie [ENGI]	Isabelle Kocher	1,8%	-12,6%	-12,7%	7,1%
Michelin [ML]	Jean-Dominique Senard	1,4%	2,7%	-29,3%	4,2%
Bouygues [EN]	Martin Bouygues	1,4%	6,3%	-28,0%	0,0%
L'Oréal [OR]	Jean-Paul Agon	0,5%	6,5%	8,9%	8,5%
Schneider Electric [SU]	Jean-Pascal Tricoire	0,3%	8,5%	-15,8%	6,8%
EssilorLuxottica [EL]	Hubert Sagnières puis Leonardo Del Vecchio (1)	0,1%	5,7%	-4,0%	33,3%
LVMH [MC]	Bernard Arnault	0,0%	23,6%	5,1%	20,0%
Safran [SAF]	Philippe Petitcolin	0,0%	4,5%	22,0%	13,8%
Orange [ORA]	Stéphane Richard	0,0%	6,3%	-2,5%	7,7%
Valeo [FR]	Jacques Aschenbroich	-17,0%	-42,3%	-59,9%	0,0%
Accor [AC]	Sébastien Bazin	-23,0%	-114,0%	-14,1%	0,0%
Sodexo [SW] (9)	Michel Landel puis Denis Machuel (1)	-31,0%	-13,6%	-20,0%	0,0%

Source : sociétés, Le Revenu, Ethics & Boards 201

En 2006, JD Spinetta, alors PDG d'air France, interrogé sur le sujet, commentait « *L'idée selon laquelle il faudrait que le patron soit intéressé financièrement à la progression du cours de l'action pour qu'il donne le meilleur de lui-même est une idée obscène* ». Si cela n'est pas nécessaire, les rémunérations chrématistiques n'en demeurent pas moins concrètes et pour une médiane du marché autour de 5 millions d'euros, aucun dirigeant du CAC40 n'a remis ce principe d'incitation financière en cause, pas même Emmanuel Faber, CEO de Danone, considéré, comme ses prédécesseurs (Riboud père et fils), comme l'exception de l'économie financiarisée du CAC40, et qui régulièrement interrogé sur le sujet précis, confirme « *ne pas avoir besoin d'autant d'argent pour vivre, n'y pour être motivé pour aller travailler chaque matin* ». Pour autant, les comparaisons existent belles et bien, elles sont faites entre industries/Indices similaires et donnent aux dirigeants des armes pour ajuster leurs rémunérations sur les mieux rémunérés de leur indices/Industries.

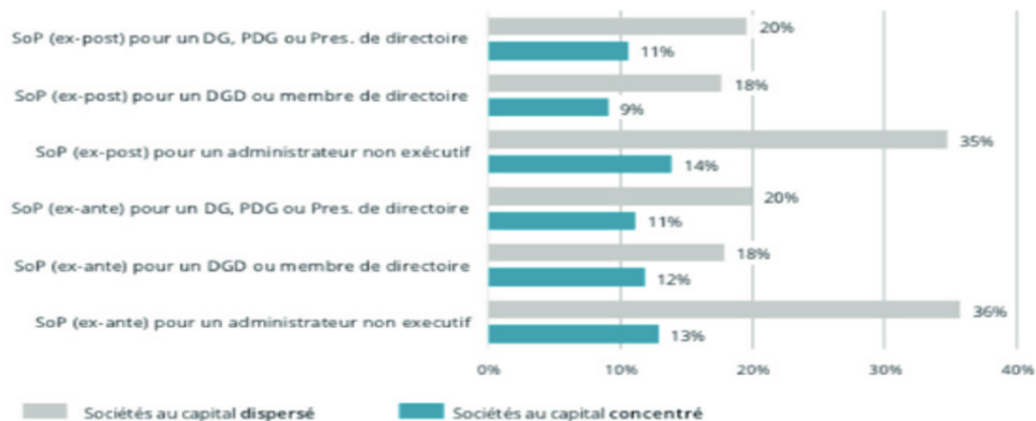
Après celle de proxinvest<sup>160</sup> (proxy advisory) de 2018, une étude de Deloitte paru fin 2019 semble montrer elle aussi que l'on est face à une normalisation des rémunérations qui ne relève pas toujours d'une réelle comparaison par les actionnaires de la performance financière et extra financière vis à vis de facteurs structurels mais plutôt des recommandations des proxy advisors (société de conseil en vote auprès des actionnaires) quant à l'acceptabilité des packages de rémunérations vis à vis de la médiane de l'indice. Il est intéressant aussi de noter dans cette étude que la structure de l'actionnariat (concentré ou dispersé) joue un rôle dans cette notion d'acceptabilité. Nous l'aborderons plus loin avec le concept du contrôle perçu et de la latitude du dirigeant<sup>161</sup>.

---

<sup>160</sup> <http://www.proxinvest.fr/?p=5316>

<sup>161</sup> [https://www.deloitte-france.fr/formulaire/telechargement/remuneration-des-dirigeants?\\_ga=2.30852799.1822294236.1571521148-1035095837.1571521148](https://www.deloitte-france.fr/formulaire/telechargement/remuneration-des-dirigeants?_ga=2.30852799.1822294236.1571521148-1035095837.1571521148)

**Influence d'une recommandation ISS défavorable sur le taux d'approbation d'une résolution Say on Pay (SoP) par typologie**



Source : Deloitte - AG 2018 statuant sur les comptes 2017 des sociétés du SBF 120 - 464 résolutions

Cette acceptabilité des packages de rémunération des dirigeants mandataires sociaux est un sujet qui alimente le débat public et les réflexions législatives depuis de nombreuses années en France mais aussi en Europe. Le champ d'application de la loi évolue petit à petit dans les États pour établir un cadrage de principe du champ d'application des rémunérations. C'est le principe dit du « say on pay » qui consiste à soumettre à l'approbation des actionnaires (pour certains pays, de façon consultative), tout changement de rémunération des principaux dirigeants d'une entreprise.

Cette règle est apparue la première fois en Angleterre en 2002, dans le Companies Act. Le premier à en avoir subi les conséquences dès 2003 fut le géant pharmaceutique GlaxoSmithKline à propos du salaire de son dirigeant Jean Marie Garnier. Une année après, la Hollande introduit une contrainte supplémentaire en exigeant des entreprises qu'elles soumettent un rapport des rémunérations des dirigeants à un vote contraignant. A partir de 2005, la Suède et l'Autriche la Norvège, l'Espagne, le Portugal et le Danemark, introduisent le vote consultatif. Aux États-Unis et au Canada, le principe est apparu respectivement en 2008 pour les États-Unis au travers du Dodd-Frank Act et en 2009 au Canada après que 12 des plus grandes compagnies nationales aient accepté de fournir des droits de vote consultatifs sur les émoluments de leurs directions. L'Allemagne quant à elle, a opté pour une combinaison entre la loi et la Soft Law et est en train de reconsidérer de tout envisager dans la loi.



Plus récemment la France a introduit ce concept en deux temps. En 2013 tout d'abord et sans modifier le cadre législatif ou réglementaire. La France a mis en place un mode de régulation en révisant conjointement avec l'AFEP et le MEDEF (organisations patronales françaises), le code de gouvernance d'entreprise des sociétés cotées (qui avait introduit dès 1995 un ensemble de recommandations sur les salaires des dirigeants). En 2016, la loi de la lutte contre la corruption et à la modernisation de la vie économique, dite « Sapin 2 » a permis d'introduire ce mécanisme dans le code de commerce et de rendre le vote des actionnaires contraignant. Ceci fait suite au passage en force du groupe Renault quelques mois plus tôt, lors de l'assemblée générale du groupe. Alors que les actionnaires rejettent à 54% la résolution d'augmenter Carlos Ghosn alors PDG, le conseil d'administration ne tient pas compte de cet avis (consultatif à l'époque) et maintient l'augmentation proposée. Ce ne sera pas acceptable pour le gouvernement ni pour le MEDEF qui par l'intermédiaire de son président Y Gattaz, se dit « surpris » d'un tel comportement. Carlos Ghosn conclura à l'époque « *tant que Renault va bien c'est le plus important le reste n'est que de la gestion intérieure d'entreprise* ». Pour autant d'autres entreprises comme Danone joue le jeu, la contestation du say on pay de Franck Riboud lors de l'assemblée générale de 2015, qui avait recueilli seulement 53% d'approbation a été revu à la baisse ce qui a permis au nouveau PDG, Emmanuel Faber de recueillir 97,15% d'avis favorables pour son say on pay en 2018.

Au niveau européen une nouvelle directive baptisée Shareholders' Rights Directive « SRD » votée en 2016 et entrée en vigueur en 2018 consacre un double « say on pay ». Elle sera "contraignant en principe" même si cela restera dépendant de la législation de chaque État membre et instaure un deuxième vote sur le rapport de rémunération.

Il y aura donc vote contraignant de actionnaires au moins tous les 3 ans sur la politique de rémunération des dirigeants ainsi qu'un vote consultatif annuel sur les rémunérations acquises, lesquelles doivent s'inscrire dans la politique votée préalablement. L'objectif poursuivi par la commission européenne avec la SRD et de permettre que l'Assemblée Générale soit souveraine et conserve la capacité de modifier les décisions du Conseil. Par ailleurs elle introduit l'exigences de considérations doubles avec des objectifs quantitatifs, financiers, qualitatifs et ESG retenus pour chaque type de rémunération et les objectifs cibles pour les apprécier.

**Si l'on s'en tient à notre démonstration sur les croyances comportementales, et l'idée d'un rapport gains et coûts (expectations-value model) pour les dirigeants des grandes entreprises françaises, il semble donc qu'en l'état la rémunération attachée à la performance du prix de l'action ne favorise pas un changement de comportement du dirigeant vers une réconciliation des VA et VP (à partir du moment où celui-ci souhaite augmenter ses rémunérations il va dans le sens de la création de valeur pour l'actionnaire). Pour autant et dans les faits, des critères de performance extra financière (ESG) plus inclusifs des parties prenantes et considérant les impacts ont été intégrés dans le calcul de leurs rémunérations globales. En ce sens la France est précurseur en Europe, et pour le seul CAC40 une trentaine d'entreprises intègrent aujourd'hui des critères ESG dans la rémunération de leur dirigeant<sup>162</sup>, donnant le signe que la réconciliation des valeurs actionnariale et partenariale pourrait devenir un enjeu stratégique de transparence, d'image, de différenciation face à la concurrence, mais également celui de la performance sur le long terme.**

**Le chemin est encore long toutefois, si l'on se base sur l'étude proxinvest qui pointe qu'entre 2014 et 2017 les dirigeants des grandes entreprises cotées en France ont vu leur rémunération progresser deux fois plus vite que celle des employés de leur entreprise, et que pour la seule année 2017 cela a représenté en moyenne, 285 fois le salaire minimum (SMIC) en France<sup>163</sup>. Ce constat pose la question d'un « maximum socialement tolérable », ou ratio d'équité (pay ratio, proposé par Proxinvest notamment) pour permettre de rééquilibrer le biais existant dans les croyances comportementales, celui d'un ratio gains-coûts (expectations-value model) permettant d'adopter un comportement plus inclusif de toutes ses parties prenantes sans pour autant que le dirigeant ait l'impression d'y perdre.**

---

<sup>162</sup> Quand l'on rapporte ce chiffre au SBF 120 alors seulement 9% sde la rémunération totale repose sur des conditions de performance mesurées sur un horizon minimum de trois ans.

<sup>163</sup> Source le revenu <https://www.lerevenu.com/tableau-des-remunerations-des-dirigeants-du-cac-40-en-2017>, cité dans le monde [https://www.lemonde.fr/les-decodeurs/article/2018/06/19/comment-est-controlée-la-remuneration-des-grands-patrons\\_5317731\\_4355770.html](https://www.lemonde.fr/les-decodeurs/article/2018/06/19/comment-est-controlée-la-remuneration-des-grands-patrons_5317731_4355770.html).

**En résumé, la rémunération basée sur la performance n'est pas une idée nouvelle, cependant le référentiel de ce que la « performance » veut dire est un concept qui a évolué dans le temps avec celui de la création de valeur et amené à certains comportements qui ont parfois démontré la limite éthique de la motivation par l'argent de la part des dirigeants et dont le conseil d'administration, représentant des actionnaires porte une lourde responsabilité<sup>164</sup>.**

Pour preuve, les crises financières successives et les contre-performances financières de certaines entreprises, régulièrement rappelées dans les journaux économiques n'ont pas permis de démontrer une corrélation forte entre performance et salaires des dirigeants des grandes entreprises, puisque ces derniers ne cessent de croître.

Au-delà des chiffres et des cas particuliers énoncés plus hauts, les rapports d'études pointent du doigt la dé-corrélation entre la hausse des rémunérations des dirigeants et la performance des entreprises. Sur la seule période 2014-2017, plus de 60 % des entreprises ayant des performances inférieures à la médiane ont vu les émoluments de leur dirigeant augmenter.

Bebchuk et Fried<sup>165</sup> dans leurs travaux sur les rémunérations concluent que la déconnexion entre la rémunération des dirigeants des grandes entreprises cotées et leurs performances provient de leur enracinement. Nous allons voir à présent si les éléments du « contexte élitiste français » de la formation, de la nomination et du maintien en poste des dirigeants des grandes entreprises françaises peuvent jouer un rôle dans cette notion d'enracinement.

---

<sup>164</sup> Puisqu'il votait jusque-là (et seul) l'augmentation des rémunérations des dirigeants, les lois Sapin 2 en France et directive européenne<sup>164</sup> sur l'engagement sur le long terme des actionnaires ont permis de revoir ce mécanisme.

<sup>165</sup> Dans leur article "Pay without Performance, The Unfulfilled Promise of Executive Compensation, Part II: Power and Pay", Harvard University, February 2004, cité par M Albouy dans <https://theconversation.com/carlos-ghosn-ou-les-limites-de-la-latitude-manageriale-107570>.

### 4.3. Un contexte élitiste et d'appartenance à un groupe social qui peut influencer sur l'intention du dirigeant la grande entreprise cotée française

En nous appuyant sur les travaux de Dudouet, Comet et Finez (2014), Galambaud (2013) et Gomez et Guedri (2014) sur les caractéristiques des dirigeants en tant que « groupe social », nous allons remonter l'hypothèse qui veut que la financiarisation de l'entreprise cotée « française » soit due à **la conversion de l'élite économique** (« les patrons ») française aux modes de gestion par valeur actionnariale plutôt qu'à l'importation du modèle Etats-Unien ultralibéral sur le territoire français. En 1977 Bourdieu et St Martin parlaient d'une faible légitimité démocratique de l'accession aux postes de DG/P.-D.G., aujourd'hui François et Lemerrier (2016), parlent d'une stabilité de trajectoire de la population des dirigeants français. Les règles du jeu n'ont donc pas foncièrement changé dans le temps. Cette transformation des stratégies singulières des dirigeants des grandes entreprises cotées françaises vers la valeur actionnariale ne s'est donc pas faite comme on l'a constaté aux États-Unis, par un remplacement massif des dirigeants ingénieurs (ou comme on les nomme souvent « les capitaines d'industries ») au profit des dirigeants financiers. Au contraire, elle semble s'appuyer sur un groupe social plutôt fermé et solidaire et correspondre à une conversion graduelle de la structure élitiste française à ce mode de gestion (au travers notamment de formations complémentaires à la « gestion financière » (HEC, MBA etc), qu'elle intègre ensuite progressivement dans la stratégie de l'entreprise.

François et Lemerrier avaient alors conclu leurs travaux en rappelant le cas particulier de la France « *Aux États-Unis, l'avènement de la valeur actionnariale a profondément remodelé les élites en même temps que les entreprises (Mizruchi, 2013). En France, c'est au contraire en endossant des principes qui auraient pu les déstabiliser que les dirigeants transforment à leur profit, et en profondeur, les organisations qu'ils dirigent et le capitalisme qu'elles constituent* ». Nous nous interrogerons aussi sur l'origine de cette possible conversion à la valeur actionnariale. Est issue d'une volonté idéologique de la part des dirigeants ou bien participe-t-elle d'une convenance de normes de comportements attachées à l'appartenance au groupe social des dirigeants du CAC40, est ce un mouvement conscientisé et partagé par les dirigeants ?

Encore une fois ce que nous tentons ici c'est de comprendre si le dirigeant de grande entreprise cotée dispose de la latitude nécessaire (peut-il encore) pour favoriser une réconciliation des valeurs actionnariale et partenariale. ?

#### 4.3.1. Typologie de l'élite patronale française qui accède aux fonctions de dirigeants des grandes entreprises cotées ?

Le dirigeant d'entreprise est celui qui incarne dans l'orientation qu'il en donne, le destin de l'entreprise. Il a « pour fonction principale de définir la stratégie et de la mettre en œuvre » (Gomez, 2018).

Si l'on regarde les « classes » de dirigeants qui forment le paysage du pouvoir exécutif économique en France, les recherches académiques sur le sujet sont peu nombreuses (Bourdieu et St Martin 1978, Bauer et Bertin-Mourot 1997, Joly 2007, 2013, Dudouet et Grémont 2010, Gomez et Guedri 2014, Dudouet et Al, 2014), mais ont pratiquement toutes permis de mettre en exergue les mêmes différentes typologies d'accession et de légitimation du dirigeant, en fonction de critères tels les diplômes et compétences, les origines sociales, les carrières nationales ou internationales, l'âge et le genre du capitaine et sa durée de mandature, les réseaux et zones d'influences, en fonction des catégories d'entreprises présentes dans l'écosystème français (PME, ETI, grandes et géantes) qu'elles soient familiales (avec contrôle majoritaire du capital, influence de la famille sur le management et à la culture de l'entreprise) ou non. Elles ont aussi conclu à une certaine stabilité de l'élitisme économique français, qui accompagne la financiarisation des entreprises sur le territoire français.

Dans l'histoire de la constitution des élites dirigeantes en France, il existe ce que Bauer et Bertin-Mourot appellent un « atout » du dirigeant leur permettant d'accéder et de faire carrière dans la plus haute fonction de direction de l'entreprise ; Les auteurs distinguent l'atout « capital », l'atout « État » ou l'atout « Carrière ». Depuis les années 2000, et l'ouverture des entreprises à l'international, des auteurs comme Dudouet et Grémont ont rajouté une catégorie qui fait référence aux dirigeants « étrangers » qui sont entrés dans le paysage des dirigeants

dans les entreprises « françaises ». Nous résumons ces critères distinctifs de l'élite patronale des grandes entreprises françaises de la façon suivante :

- **L'atout « capital »** est constitué par les dirigeants français issus de familles-propriétaires, possédant tout ou partie importante du contrôle de l'entreprise (exemple la Famille Mulliez), elle-même dirigée par ses managers « fondateurs ». La légitimité de ces dirigeants provient d'un « droit du sang » à exercer la fonction (héritage), soit d'un « droit de capital » car il détient une part importante du capital de l'entreprise. Même si par le passé, ces dirigeants fondateurs n'ont, pour la plupart, pas faits de longues et grandes études (Gérard Mulliez, Francis et son fils Martin Bouygues, Lakshmi Mittal) aujourd'hui leurs descendants ont, pour la grande majorité, tous étudié dans des écoles nationales ou internationales très réputées.
- Il existe par ailleurs ceux que Bourdieu qualifie de « **noblesse d'État** », patrons issus des grandes écoles (Polytechnique, ENA, ENS, Centrale, les Mines,) et qui ont souvent fait carrière dans les grandes administrations françaises, ou corps d'État, avant de rejoindre directement la direction des grandes entreprises dont la propriété du capital et la direction sont totalement séparées. Ces dirigeants qui ont un **atout « État »** selon Bauer et Bertin-Mourot, sont souvent qualifié de « patrons publics ». Cette filière « étatique » est une véritable originalité française (cette passerelle n'existe quasiment pas au Royaume Uni par exemple et pas du tout en Allemagne), et la simple appartenance au « corps » justifie des opportunités déterminantes dans la carrière de ces dirigeants. La légitimité de ses dirigeants est donc acquise par une forme « d'habileté politique » et de réseaux (Gomez, 2018) développée pendant les études ou dans les positions occupées dans les grands ministères. Depuis les années 90 et le recul du poids de la puissance publique dans l'Économie, ce qualificatif a perdu de son sens, on a assisté à une privatisation de l'élite « d'État ». Elle est devenue une « noblesse sans État » (Dudouet et Grémont, 2010) mais n'en a pas pour autant, perdu son pouvoir, bien au contraire, nous allons le voir, dans une économie mondialisée et très financiarisée, elle a su se réinventer et adopter les codes de l'économie de marché.

- Il existe ensuite un groupe de dirigeants français issus des « Business School » françaises (ou internationales) et ayant fait carrière en entreprise avant d'en devenir le dirigeant. C'est par exemple HEC pour Emmanuel Faber, (Danone) et Christophe Cuvillier (UnibailRodamco-Westfield), c'est l'INSEAD pour Arthur Sadoun (Publicis), ou l'ESSEC et Sc PO pour Benoît Coquart (Legrand)). Ils sont les dirigeants avec l'**atout** « **carrière** » que l'on appelle souvent les « patrons privés ». La légitimité de ces dirigeants provient de leur compétence technique et stratégique, acquise dans les meilleures écoles de commerce et durant le parcours professionnel dans la ou les entreprises. Ce groupe a été porté par des figure emblématiques à l'image de Didier Pineau-Valencienne qui est sorti d'HEC en 1954 et après une carrière dans différentes entreprises devient en 1980 (jusqu'à 1999) le P.-D.G. de Schneider. On peut cependant déplorer le fait que ce groupe, même s'il représente 36,5% du CAC40 aujourd'hui, au travers de ses dirigeants et leurs entreprises « *sont socialement plus rattachées qu'intégrées au milieu des affaires français dont elles peuvent être à tout moment exclues sauf peut-être Danone dont la « marginalité » semble être une propriété structurelle* ». (Dudouet et Al., 2014, p37).

A l'inverse du groupe des dirigeants à l'atout « carrière », le capitalisme familial français lui, représenté par l'atout « capital » de ses dirigeants a vu sa présence se réduire considérablement entre 1986 et 2005 au profit principalement des dirigeants d'atout « État » et dans une moindre mesure des dirigeants d'atout « carrière ». Cette population qui représentait 40% du CAC40 en 1981, ne représente plus que 18% en 1997. Dans cette période, on fait un triple constat. Celui de la privatisation des entreprises publiques qui bénéficie en priorité à la catégorie de dirigeants d'atout « État » (elle atteint 49% en 1991). Par ailleurs celui de la montée des dirigeants (non-proprétaires) à l'atout « carrière », aux fonctions de direction des entreprises familiales. C'est par ex Espalioux qui ouvre la voie chez Accor en 1997 et Hermelin chez Cap Gemini en 2002 (Dudouet et Grémont, 2010). Enfin l'expérience vécue par Martin Bouygues et la tentative d'OPA avortée de Vincent Bolloré sur son groupe, démontre qu'une famille ne peut plus diriger un groupe en France en contrôlant moins de 20% du capital de l'entreprise, surtout quand cette entreprise investit beaucoup dans une stratégie de développement dans les nouveaux métiers des télécoms et de la télévision numérique.

Cependant, depuis 2006 avec l'arrivée de Lakshmi Mittal et le fort rebond de l'industrie du luxe dans lequel on retrouve les grandes fortunes familiales, on constate une relative stabilisation de la catégorie atout « capital » dans le CAC40 (15% en 2018)<sup>166</sup>. Pour autant le pouvoir des dirigeants d'atout familial est bien réel et s'exerce plus que jamais sur l'Économie française. Douze entreprises du CAC40 ont parmi leurs actionnaires principaux les grandes fortunes familiales françaises. Parmi ces grandes fortunes familiales, on trouve la famille Arnault (actionnaire de LVMH et Carrefour), la famille Bettencourt (actionnaire de L'Oréal et indirectement de Sanofi), la famille Pinault (groupe Kering), la famille Bolloré (Vivendi – et le groupe Bolloré, hors CAC40), la famille Bellon (Sodexo), la famille Ricard (Pernod Ricard) la famille Peugeot (PSA), la famille Moulin (Carrefour), la famille Bouygues (du groupe du même nom), , la famille Michelin (du groupe du même nom), Axel Dumas (Hermès international) et la famille Badinter Publicis).

Les dirigeants d'atout « Capital » comme les autres d'atout « État » et « Carrière » doivent cependant faire face à la montée d'une nouvelle catégorie que François et Lemerrier qualifie « d'étrangers ».

- En effet depuis **les années 2000 on a vu apparaître une nouvelle catégorie de dirigeants dits « étrangers »** (ou non français) et issus d'écoles internationales réputées<sup>167</sup>. On compte en 2018, 5 dirigeants étrangers, dirigeants emblématiques de l'économie française ; Benjamin Smith, canadien (Air France KLM), 2 allemands Tom Enders, (Airbus), et Thomas Buberl (AXA), Doug Pferdehirt, américain, (Technip FMC) et Lakshmi Mittal, indien, (Arcelor Mittal) et donc 4 seulement pour le CAC40 (9,5%, Air France n'étant pas dans le CAC40 en 2018).

---

<sup>166</sup> Lakshmi Mittal est donc considéré dans les deux catégories étranger et atout familial, et les chiffres sont divisés par 41.

<sup>167</sup> Ce sont les écoles élitistes de Chicago, Texas, MIT, Georgia Tech, Berkeley, Wharton, UCLA, Oxford, Northwestern, Cambridge, Cornell, Princeton, Columbia. Par ailleurs et jusqu'à ce qu'il démissionne de l'alliance Renault-Nissan Mitsubishi, Carlos Ghosn était le seul dirigeant étranger en poste ayant fait une grande école en France (polytechnique).



**Sur une période de 10 ans on compte au total 8 dirigeants étrangers<sup>168</sup>. Ce chiffre ne peut pas être considéré comme le reflet d'une ouverture franche du marché international des dirigeants sur le sol français mais plutôt avec les rachats d'entreprises françaises (Arcelor, Alstom..etc), et les rapprochements d'entreprises transnationales (Technip-FMC, Lafarge, Holcim, Renault-Nissan-Mitsubishi, Airbus...), comme le résultat d'arrangement managériaux entre partenaires (dû à la « bi-nationalité »). Et ceci n'est pas spécifique à la France. Aux États-Unis toutes les grandes entreprises qui font le paysage du Dow Jones et du Nasdaq sont dirigées par des américains. En 2012, une étude empirique recense seulement 5% « d'étrangers » dans la population des grands dirigeants sur le sol américain (M Hartmann, 2012). En Europe, en Chine, au Japon, à quelques exceptions près on est aussi très loin d'un métissage managérial et théorie d'une élite mondialisée (ou « classe globale ») développée par le sociologue Ralf Dahrendorf. Pour autant ce constat n'est pas valable pour Ben Smith. La nomination du canadien à la tête d'Air France-KLM, qui n'est ni l'héritage direct d'une fusion binationale, ou la promotion d'un « produits maison », a pour le coup, suscité de vives réactions du patronat français, qui voit cette nomination comme une défiance, et dans l'internationalisation éventuelle des directions, l'étape ultime de l'internationalisation des grandes entreprises françaises.**

#### 4.3.2. Les dirigeants « étrangers » du CAC40 peuvent-ils influencer les comportements des dirigeants français des grandes entreprises cotées et par là même avoir une influence sur le capitalisme français ?

Autrement dit, jouent-ils un rôle, ont-ils le pouvoir d'une forme de conversion des élites françaises à la valeur actionnariale ?

Dans la littérature académique deux points de vue s'opposent sur cette question. Ceux qui parlent d'une dilution des élites économiques nationales dans une vaste classe capitaliste transnationale (Ralf Dahrendorf), quand d'autres interrogent plutôt les effets concrets de l'internationalisation sur les élites économiques nationales, autant que sur leurs pratiques (Hartmann, Dudouet et Grémont). Dudouet et Grémont (2010) constatent qu'à l'échelon

---

<sup>168</sup> Dans un passé récent on pouvait compter aussi Christopher Viehbacher, germano-canadien (Sanofi 2008 -2014-, Lars Olofsson, suédois (Carrefour 2009 -2012), Lindsay Owen Jones chez L'Oreal (1988\_2006\_2011) ou encore Ben Verwaayen, néerlandais (de l'ex-Alcatel-Lucent, 2008- 2013)

inférieur de la hiérarchie des entreprises françaises, la proportion d'étrangers ou de français avec une expérience internationale conséquente est beaucoup plus significative. Pour autant, leur développement de carrière reste limité à des postes de direction à l'étranger, l'origine scolaire et la carrière française restant une garantie d'authenticité de qualification, pour l'accès aux fonctions de P.-D.G. sur le territoire français. Hartmann (2011) résume l'idée de ce tropisme national dans « *L'impératif de mobilité et d'ouverture au monde si souvent brandi par les milieux patronaux, vaut pour leurs salariés, non pour eux-mêmes* ».

Pour Dudouet et Al. (2016) ce groupe « étrangers » est et reste donc actuellement en périphérie du pouvoir économique français. Ils ne sont pas encore intégrés dans les conseils d'administration<sup>169</sup> d'autres entreprises françaises que celle qu'ils dirigent, à la différence de leurs homologues de la catégorie « noblesse d'État » qui sont, eux, très présents. Ils semblent pour l'instant donc peu enclin à influencer le modèle « à la française » mais si leurs nombres venaient à croître encore il se pourrait par exemple qu'il influence de façon plus généralisée le modèle actuel.

Car il faut convenir que ces « non nationaux » quelle que soit leur origine, doivent nécessairement se familiariser avec une culture propre au pays dans lequel ils exercent leur fonction. Bien que venant du Canada anglo-saxon, l'exemple de Ben Smith le nouveau patron d'Air France KLM, ne semble pas aller dans ce sens de la promotion d'un modèle ultralibéral ne respectant pas le « compromis français » de l'entreprise. Depuis son arrivée à la tête de la compagnie aérienne, tous s'accordent à dire qu'il prend le temps du dialogue avec les parties prenantes internes. Le canadien est même le seul dirigeant de l'entreprise à s'être rendu à une réunion du conseil SNPL (le puissant syndicat des pilotes) pour expliquer sa façon de voir les choses, alors que ce même syndicat avait provoqué le départ des 4 derniers dirigeants d'Air France sur une période de 5 ans. Alors bien sûr l'objectif assigné au nouveau dirigeant concerne en priorité la rentabilité de l'alliance Air France-KLM, pour l'entreprise et ses actionnaires. Le temps nous dira si cet objectif se fera au détriment ou dans le partage de la création de valeur avec les autres parties prenantes.

---

<sup>169</sup> Les décisions concernant les salaires des P.-D.G. sont prises par le comité des rémunérations qui inclut des membres du conseil d'administration dans la décision.

Donc si sur le terrain la tendance actuelle n'est pas à l'homogénéité de l'impact des dirigeants étrangers sur les stratégies des grandes entreprises en France, en revanche, cette catégorie « étranger » pourrait en tout cas jouer un rôle dans l'augmentation chrématistique des rémunérations des dirigeants du CAC40. En effet, quand la rémunération moyenne d'un dirigeant du CAC40 pour 2018 est de 4,94 millions d'euros, celle de Doug Pferdehirt même si elle n'est pas la première, s'élève tout de même à 11 millions d'euros (un chiffre plus proche de la moyenne américaine). L'arrivée de Benjamin Smith à la tête d'Air France KLM a par ailleurs fait tripler les émoluments du P.-D.G. de la compagnie aérienne, quand le départ en retraite de Tom Enders de chez Airbus (société de droits néerlandais) est salué avec « un package » de 38 millions d'euros.

#### 4.3.3. La polarisation des élites patronales venues de l'État a-t-elle eu une influence sur l'orientation du capitalisme français ?

Nous venons de le voir le paysage des dirigeants des grandes entreprises cotées qui s'est construit dans le temps, a bénéficié en priorité à ceux possédant l'atout « État » et cela s'est étendu aux conseils d'administration (et nous n'en avons pas parlé mais cela s'est aussi étendu aux comités de direction où l'on retrouve aussi de nombreux directeurs issus des grands corps de l'État). Dudouet et Grémont (2010, p70) considèrent que cet attrait croissant des hauts fonctionnaires d'État pour les fonctions de dirigeants d'entreprise cotée, ceux qu'il requalifient d'ailleurs « *d'aristocratie des affaires* », montre définitivement « *une rupture du rapport des élites administratives à l'État* » ils soulignent que « *les liens entre le monde économique et la sphère politico-administrative n'ont certes pas disparu, (...) mais le rapport de subordination qui pouvait exister entre le premier et le second s'est considérablement affaibli voire inversé* » (p69). Et si les « patrons d'État » restent la catégorie majoritaire dans les entreprises du CAC 40 (encore aujourd'hui 39% des patrons du CAC40 sont issus des corps d'État ou des grandes écoles de la république), Dudouet et Al (2014) constatent que l'opposition « patrons privés » et « patrons publics » qui était notable dans les années 70, a fini par s'estomper avec le désengagement de l'État dans l'économie à partir des années 90.

Paradoxalement donc cette élite de hauts fonctionnaires français issue de l'État s'est affranchie très facilement de cette tutelle voire même, est devenue très indépendante et capitaliste au point de légitimer pour certains, les valeurs propres de l'entreprise privée et la création de valeur actionnariale. Le directeur du CNRS spécialiste des questions industrielles notait d'ailleurs en 2001 au moment de cette transition « *ce qui me frappe, c'est la facilité avec laquelle nos élites défendent désormais la valeur actionnariale avec la même passion qu'elles mettaient hier à défendre l'intérêt de l'État. L'aristocratie d'État s'est merveilleusement adaptée au nouveau cours* »<sup>170</sup>

C'est aussi l'élément très intéressant relevé par François et Lemerrier qui, pour qualifier l'espace de potentielle conversion de cette élite dirigeante issue de l'État à la valeur actionnariale, parlent de « lieux de socialisation » aux logiques financières dans des « *espaces organisationnels souvent liés à l'État et profondément enracinés dans l'histoire longue du capitalisme hexagonal* » Contre toute attente, même si ces dirigeants se sont affranchis de la tutelle de l'État, il n'en reste pas moins que ce dernier serait en partie responsable de la transformation de ses élites et de leur conversion à la création de valeur pour l'actionnaire ?

ET c'est le même constat qui est fait par Georgiou (2018). Selon l'auteur, Il y a d'abord eu une première phase d'interpénétration des élites « d'État », durant la période « d'unité modernisatrice » (1950\_1975), celle qui les a amenés dans un but commun à travailler ensemble pour renforcer le développement du capitalisme français et les grandes entreprises oligopolistiques et les préparer au grand marché européen. C'est la période où l'on voit cette élite étatique se diluer dans la sphère économique des directions d'entreprises cotées dans des domaines différents en fonction de leur grande école d'origine. Les énarques prennent les positions de directions des grandes banques et assurances françaises, tandis que les polytechniciens deviennent les grands capitaines d'industrie. L'alliance des deux permet d'accélérer la transformation du modèle capitaliste français.

La fin de cette alliance, selon Georgiou (2018), est caractérisée par le démantèlement progressif de l'unité modernisatrice, amorcé à la fin des années 60. Au fil du temps, l'ouverture

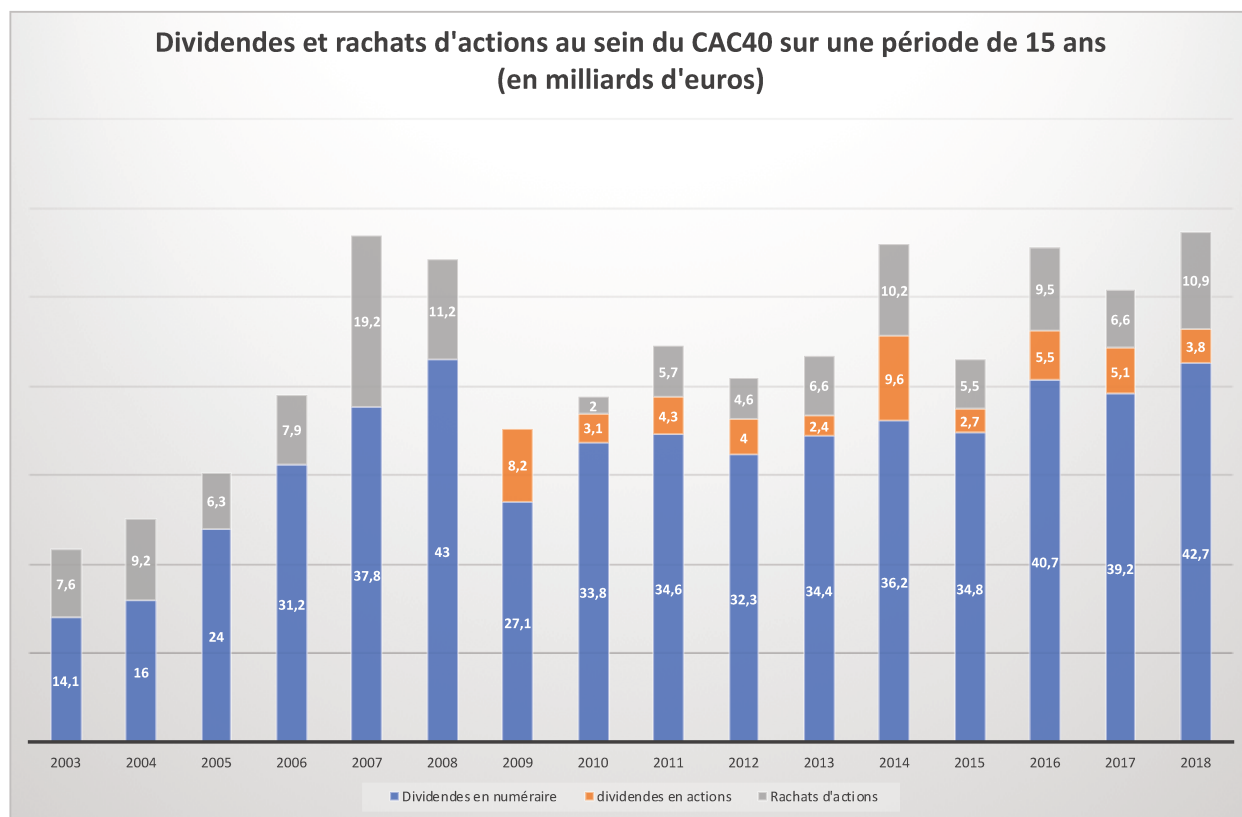
---

<sup>170</sup> Extrait du livre de MP Virard « le roman des grands patrons » Flammarion, 2001, p56 ;

européenne des grandes entreprises françaises (1968...), la priorité mise sur la défense d'une parité franc-deutschemark forte (1974...), la libéralisation financière (1984...) ou encore le démantèlement des participations croisées d'entreprises et la désintermédiation bancaire (1997...) sont autant de sources d'affaiblissement du pouvoir de l'État sur l'économie. Par ailleurs dans le même temps l'affranchissement de la tutelle de l'État et la polarisation des dirigeants d'atout « État » d'origine technique (Polytechnique, les Mines, Centrale) et ceux d'origine financière (ENA) ouvre la voie d'un nouveau capitalisme français. Georgiou (2018) constate alors que les liens sont définitivement rompus entre les deux groupes lorsque en 1996, Claude Bébéar alors PDG d'Axa, prend le contrôle de son concurrent l'UAP et pour se faire liquide toutes les participations de cœur financier d'AXA dans le CAC40. Il s'en suit des joutes politiques régulières entre les représentants emblématiques des deux camps Beffa et Esambert pour les capitaines d'industrie et Ernest-Antoine Sellières (président du MEDEF) et après lui Anne Parisot pour l'élite administrative financière, qui vont orienter le capitalisme français sur la voie de la création de valeur pour l'actionnaire. Leurs oppositions et conflits portent notamment sur :

- Faut-il faire une politique volontariste de promotion des grandes entreprises industrielles (comme le souhaitent les capitaines d'industries et qui donnera lieu au rapport Beffa en 2005 et à la création de l'Agence pour l'innovation industrielle).
- La question du protectionnisme capitaliste des grandes entreprises françaises. Quand les capitaines d'industries demandent des leviers de contrôle afin de se protéger de la pression des actionnaires, les autres n'y sont pas favorables arguant que cela décourage fortement les investisseurs étrangers d'investir en France et donc diminue l'attractivité du CAC 40 et de l'Économie française en générale. Ces derniers suggèrent même ouvertement une politique actionnariale et la distribution de dividendes abondants pour éviter tout activisme actionnarial. Cette politique est d'ailleurs confirmée par Pascal Quiry et Yann Le Fur, professeurs à HEC, qui chaque année sur la base d'une compilation des informations publiées par les sociétés du CAC, publient la lettre Vernimmen.net. En 2018 au titre de l'exercice 2017, pour un profit cumulé de 92 milliards d'euros, le CAC40 a redistribué, 46,5 milliards d'euros de dividendes à ses

actionnaires (57,4 milliards d'euros en comptant le rachat d'actions, en progression de 12,8 % par rapport à 2017)<sup>171</sup>



Source : La Lettre n°164 de Janvier 2019

- Enfin sur la question des relations sociales, où encore une fois pour l'élite administrative financière, il s'agit de préserver coûte que coûte l'attractivité de l'Économie française au prix de la diminution de la protection sociale et du refus catégorique de voir entrer les représentants syndicaux dans les conseils d'administration, (comme cela est le cas dans l'Économie Allemande).

La recomposition du champ de la nomination des dirigeants des grandes entreprises cotées s'est faite au détriment des patrons issus des grandes familles du capitalisme français et au profit d'une élite étatique, qui s'est tout d'abord très bien déployée dans l'Économie et ensuite parfaitement affranchie de la tutelle de l'État. Aujourd'hui cette élite partage le CAC40 avec

<sup>171</sup> [https://www.lemonde.fr/economie/article/2019/01/09/cac-40-le-volume-des-dividendes-en-hausse-de-12-8-en-2018\\_5406740\\_3234.html](https://www.lemonde.fr/economie/article/2019/01/09/cac-40-le-volume-des-dividendes-en-hausse-de-12-8-en-2018_5406740_3234.html)

l'élite dite de « carrière » et doit faire face à l'émergence de l'élite « étrangers ». Cette perte de positionnement dominant est en partie due<sup>172</sup> au fait que l'unité de cette élite d'État s'est rompue durant la période des privatisations successives, faisant émerger « deux ailes » idéologiques dans cette même catégorie. L'une plutôt libérale (celle des énarques) qui privilégie l'attractivité du territoire et de la France dans une approche centrée sur la création de valeur pour les actionnaires (celle des énarques). L'autre plus tournée vers un « compromis français » (celle des capitaines d'entreprises), privilégiant le dialogue social qui selon elle, est fondamental pour reconstruire la compétitivité des grandes entreprises françaises, et permettant aussi de se mettre à l'abri de tentatives de rachats hostiles et de la perte de « nationalité » des fleurons français. Dudouet et Grémont (2010) nous interpellent sur ce fait que ce conflit ouvert de l'Elite d'État ne doit pas nous faire oublier que le virage libéral engagé par l'aile énarque n'est pas le résultat d'un processus national isolé. Il relève d'une dynamique beaucoup plus globale de politiques néo libérales engagées dans tous les pays occidentaux. Il « *ne peut donc se réduire à la stratégie des élites nationales, supposant une communauté de vue et d'intérêts que les compétitions internes nuancent fortement.* » (p66).

Ce qui pouvait être considéré comme une « chasse gardée » de tel ou tel grand corps disparaît donc progressivement avec la globalisation totale des entreprises grandes entreprises françaises.

#### 4.3.4. Intérêts communs et intérêts supérieurs : les dirigeants des grandes entreprises cotées en tant que groupe social ou communauté d'intérêts ?

Il est un adage bien connu qui dit « seul on va vite, ensemble on va plus loin » et qui confirme que la logique de l'intérêt bien compris peut l'emporter sur la multiplicité des intérêts particuliers. La discipline de la sociologie au travers de la recherche peut nous apporter une ébauche de réponse à la question de la conversion à un mode de management en montrant que

---

<sup>172</sup> En partie car nous verrons plus loin que les lois de gouvernance des entreprises ont joué aussi pour permettre une meilleure gestion de la « consanguinité » du monde des affaires français, créée par l'élite Étatique.

les intérêts personnels des dirigeants sont étroitement liés aux intérêts collectifs de leur corps d'appartenance.

Nous venons de le voir il existe en France un élitisme scolaire qui permet à une certaine catégorie d'individus d'accéder aux fonctions supérieures dans la grande entreprise en France. Cependant même si ce critère semble incontournable il n'est pas suffisant pour assurer leur pérennité dans cet espace « politique » et économique.

En 1972 Phillip Bonacich définit ce qu'il appelle l'indice de centralité selon lequel « *la puissance d'un individu est d'autant plus grande qu'il est en relation avec des individus puissants* ». Il existerait donc pour notre élite patronale française comme pour tout groupe d'individus une dépendance à des ressources sociales et symboliques qui conditionnent son accès aux plus hautes fonctions de direction des grands groupes cotés. Ce « capital social » que Bourdieu (1980), définit comme « *l'ensemble des ressources actuelles ou potentielles qui sont liées à la possession d'un réseau durable de relations plus ou moins institutionnalisées d'interconnaissances ou d'inter-reconnaisances ; ou, en d'autres termes, de l'appartenance à un groupe, comme ensemble d'agents qui ne sont pas seulement dotés de propriétés communes (susceptibles d'être perçues par l'observateur, par les autres ou par eux-mêmes) mais sont aussi unis par des liaisons permanentes et utiles* » (p. 2), participe donc à la structuration de la vie des affaires françaises en offrant au dirigeant les opportunités et protections nécessaires au développement de sa carrière dans les grandes entreprises cotées.

Ce processus est connu sous le terme anglo-saxon d'« interlocking directorship », ce que certains qualifient de façon ironique pour les réseaux français de « french connection », et que nous traduisons par réseau social du patronat. Par définition, Il existe un lien d'interlock entre deux dirigeants qui se connaissent dès lors qu'ils sont simultanément présents au sein des instances de gouvernance d'une même entreprise.

A ce sujet Dudouet et Al (2014), s'appuyant sur le concept du degré de centralité (ou d'interlock) entre les entreprises ont fait un travail remarquable de cartographie du le réseau social du CAC40 en 2009. Il en ressort que le CAC est alors « *bien un espace social cohérent et structuré où les chefs d'entreprises entretiennent des relations suivies* ».



Comme pour Dudouet et Al (2014), les recherches de Finez et Comet (2011) confirment que l'origine de cette « solidarité patronale » se trouve avant tout dans l'objectif pour les dirigeants dits « non-proprétaires » de pouvoir accéder et ensuite se maintenir en poste. En effet, dans l'histoire de la séparation de la propriété de la direction de l'entreprise, et le management très « gestionnaire » qui a suivi, le dirigeant d'entreprise cotée est devenu « dépendant » des propriétaires du capital financier. Il a alors compensé son manque de poids financier (il n'est pas propriétaire du capital) par son « capital relationnel », qu'il a acquis dans sa trajectoire scolaire élitiste des grandes écoles et corps d'État en ensuite au travers d'échanges de mandats. C'est notamment un processus qui s'est beaucoup développé dans les années d'Unité modernisatrice mais aussi au moment de la privatisation de l'économie française dans les périodes 1985-1987 1991-1993.

Dans les années 90, Kadushin (1995) qui menait une recherche sur les liens interlocks en France, a d'ailleurs noté que le passage par l'ENA, l'origine sociale ou encore le partage des mêmes sensibilités politiques favorise l'existence de liens entre dirigeants et, dans une moindre mesure, la présence de ces personnes dans les mêmes conseils d'administration. 20 ans après, Dudouet et Al (2014) concluent que la reproduction sociale des dirigeants s'organise suivant un modus operandi qui dépend définitivement et principalement des conseils d'administration. Par ailleurs ils notent que l'appartenance au groupe atout « d'État », dont les dirigeants sont en proportion plus nombreux au poste d'administrateur que les autres groupes de dirigeants, fait d'eux la catégorie privilégiée pour se reproduire dans les directions des grandes entreprises. Et cette forte capacité à rayonner sur l'ensemble du CAC40, n'est pas spécifique aux entreprises où l'État est actionnaire, elle se loge partout. Ainsi « *L'ouverture sociale à travers le degré de brassage de ses élites* » dont parle H Joly (2009), et « nécessaire à toute démocratie » ne semblait pas fonctionner en l'état en 2007. Ce qui a fait pendant longtemps l'originalité française (celle des passerelles entre public et privé) et devenu une exception, porteuse de l'idée qu'au travers de ce processus, cette élite a su maintenir au pouvoir et accroître ses privilèges. Le résultat n'a pas forcément été bien perçue par la Société française ou les investisseurs étrangers du CAC40.

Finez et Comet (2011) ont mené une recherche similaire mais sur la population réduite des dirigeants du CAC40 à fin 2006, et en comparant avec l'année 2010, ont noté cependant une tendance assez générale à la diminution des liens *interlocks* non seulement en France mais aussi dans de nombreux autres pays industrialisés. Les derniers chiffres de 2018 montrent qu'il n'y a plus que 60 administrateurs qui cumulent plusieurs mandats au sein du CAC40 contre 94 en 2011<sup>173</sup>. Le travail est encore long pour une complète indépendance des conseils d'administrations cependant ces chiffres tendraient à démontrer que les avancées portées par la loi « NRE<sup>174</sup> » de 2001, la loi Copé-Zimmerman de 2011 (parité hommes femmes dans les conseils) et la loi PACTE de 2018 (représentativité des salariés dans les conseils d'administration) ont su donner une impulsion qui permettra une meilleure régulation de la « consanguinité » (Finez et Comet (2011)) des conseils d'administration dans le futur.

Galambaud (2013) de son côté, ouvre sur l'idée plus large que l'appartenance à un « groupe social », celui des dirigeants de grandes entreprises cotées, a joué un rôle déterminant dans l'évolution du capitalisme français. Il écrit « *appartenir à ce groupe des dirigeants, c'est avoir un certain statut dans une hiérarchie d'appareil, c'est bénéficier d'un ensemble d'avantages qu'un patron de petite entreprise n'a pas. Leur mode de vie, leur pouvoir d'achat, leurs relations sociales, leur culture, leur formation, tout cela assigne aux chefs de petites et moyennes entreprises une appartenance différente de celle des dirigeants des grandes entreprises* ». Et la force de ce groupe se retrouve dans la création d'une entité spécialisée (le MEDEF et l'AFEP en sont des représentations) qui permet d'inscrire des pratiques particulières de sélection, de formation et de rémunération dans un cadre institutionnel, connu et légitimé pour et par ses membres. De ce fait les dirigeants français, de par leur statut, représentent le capitalisme français, ils agissent et parlent au nom de l'Économie française. Aussi toute décision ou prise de parole par l'un d'entre eux peut potentiellement être interpréter comme un signal de changement opéré par le groupe social. Au risque de se voir exclu de la sphère privée du groupe social et du monde des affaires, le dirigeant se doit alors de respecter les codes, mais aussi d'obtenir le soutien du groupe pour opérer ou proposer des changements.

---

<sup>173</sup> Étude Alternatives Économiques de Justin Delepine et Marc Chevallier Juin 2018. <https://www.alternatives-economiques.fr/enquete-laristocratie-cac-40/00084707#>

<sup>174</sup> Relative aux nouvelles régulations économiques et qui limite à 5 le nombre de mandats, toutes natures confondues, qu'une même personne physique peut exercer simultanément en France.

Emmanuel Faber en est un bon exemple, celui que les journalistes économiques qualifient de « Janus du CAC40 »<sup>175</sup>, a fait sensation avec un discours à contre-courant devant les élèves d'HEC et affirme « *Tout cela a nourri une chose : désormais, après toutes ces décennies de croissance, l'enjeu de l'économie, de la globalisation, c'est la justice sociale. Les riches, nous, pouvons monter des murs de plus en plus hauts. Mais rien n'arrêtera ceux qui ont besoin de partager avec nous ... Ne soyez jamais esclave de votre argent, restez libres. Sachez pourquoi vous gagnez de l'argent et comment vous l'utilisez* ».

Une déclaration en réponse à la financiarisation qui domine actuellement la pensée économique et le monde de l'économie réelle au niveau mondial. Et ce faisant, il donne un grand coup de pied dans les codes du discours classique et le langage institutionnel « corporate » des grands patrons du capitalisme français. Alors bien sûr, de façon historique les patrons de Danone ont toujours agi à contre-courant des codes sans vraiment se soucier de l'appartenance au groupe social des dirigeants. Pour autant, dans de nombreux interviews sur la question de son salaire Emmanuel Faber répond souvent « *j'ai dit et je redis que je n'ai pas besoin d'autant d'argent pour vivre ni pour être motivé pour venir travailler le matin* » il a d'ailleurs renoncé à sa retraite chapeau. Pour autant il n'a pas encore demandé que le conseil d'administration revoie son salaire à la baisse. Plutôt qu'une contradiction de la personne, nous pourrions y voir une difficulté à toucher aux codes très symboliques de la rémunération d'un groupe social, au demeurant très puissant.<sup>176</sup>

En l'état, nous ne pouvons pas conclure à l'existence d'une catégorie de dirigeants unique, une forme de corporatisme dominant et qui amènerait à la promotion uniforme d'un type de capitalisme plutôt libéral, privilégiant la création de valeur pour l'actionnaire en France. Certains dirigeants du CAC40, sans pour autant la dénoncer, vont combattre la financiarisation du modèle économique quand d'autres vont porter cette idéologie dans leur stratégie d'entreprise.

Dudouet et Al (2014) le résumant très bien ; « *Nous sommes plutôt en présence d'un continuum de valorisation inégale des différentes espèces de capitaux qui vont des ressources symboliques le plus associées à l'État français à celles qui lui sont le plus étrangères, en passant par les attributs classiques de la domination économique que sont la détention du capital économique*

---

<sup>175</sup> Qualificatif utilisé dans le titre d'un article des échos de 2017, consacré au nouvellement nommé dirigeant de Danone ; Janus est dans la mythologie romaine est le dieu romain des commencements et des fins, des choix, du passage et des portes. Il est représenté avec deux têtes, l'une tournée vers le passé, l'autre sur l'avenir.

<sup>176</sup> Référence est faite au discours de 1996 de Jacques Attali « ils portent en eux le meilleur et le pire de demain, dans le rêve et la violence ».

*(en net déclin) et la « compétence managériale » conférée par les titres scolaires et la trajectoire professionnelle ».*

Pour autant, la catégorie des dirigeants d'atout « d'État », de par ses relations d'interlocks nouées sur une longue période et dans tous les domaines de l'Économie française, reste celle qui possède un pouvoir d'influence sur la sphère économique, au risque pour certains qui ne joueraient pas le jeu de se voir exclus du groupe « social » des dirigeants et du monde des affaires.

Il apparaît donc que dans le contexte, la situation actuelle n'offre pas au dirigeant de grande entreprise cotée française, une croyance normative franche et uniforme pour réconcilier les valeurs actionnariale et partenariale. Et pour cause que ce soit l'État ou les acteurs privés, il semble qu'aucune entité ne peut prétendre à résoudre seule les grands enjeux sociétaux et environnementaux. Il semble que ceux qui sont prêts à le faire, attendent un signal fort et commun pour se lancer pleinement dans cette transformation. Nous pourrions mettre cette pré-conclusion en perspective avec la courbe de la diffusion de l'innovation de Rogers, et qui consisterait à associer différents groupes de dirigeants en fonction des différentes phases d'adoption du changement de paradigme capitalistique. On pourrait ainsi se rendre compte que certains dirigeants d'entreprises du CAC40 sont, selon les critères de Rogers, des innovateurs, des premiers de cordée, convaincus du bienfondé d'une réconciliation des valeurs et de la création de valeur partagée, quand d'autres sont plus sur la réserve, et la démonstration de la valeur ajoutée que cela représente pour eux doit leur être faite.

Dans l'intervalle nous allons voir que la conversion à la valeur actionnariale qui s'est opérée pour une partie d'entre eux, pour en être réelle, n'en n'est pas forcément le résultat d'un choix idéologique fondamental mais potentiellement la résultante de l'évolution de la structure actionnariale qui a imposé cette conversion des dirigeants au profit d'une latitude décisionnelle retrouvée mais fragile.

## 5. Les croyances de contrôle : Quelle latitude pour le dirigeant de la grande entreprise cotée française ?

**P**our qu'il y ait changement, il nous faut non seulement considérer la volonté (le « vouloir ») mais aussi la latitude de l'individu (le « pouvoir ») de transformer une intention en comportement. Le contrôle comportemental perçu tel qu'il a été défini dans le cadre de la théorie du comportement planifié d'Ajzen (1991) permet de mettre en avant le rôle majeur joué par les contraintes intellectuelles et contextuelles dans l'adoption d'un comportement donné. Dans le cadre de notre recherche, le contrôle comportemental perçu correspond alors à l'autoévaluation faite par le dirigeant de la grande entreprise cotée sur sa latitude (connaissances et compétences sur le sujet, ressources disponibles, facilité ou empêchement) à mettre en place un changement de paradigme considéré et d'atteindre l'objectif souhaité d'une réconciliation des valeurs actionnariale et partenariale. Cette notion de latitude qui rassemble les concepts de « capacité » et de pouvoir (entendu comme levier pour promouvoir le changement) trouve son origine dans la notion d'auto-efficacité ou sentiment d'efficacité personnelle développé dans les travaux de Bandura (1977) et la théorie sociale cognitive.

Dans ce contexte, nous nous proposons de mettre en perspective les principales tensions qui traversent le champ théorique de la latitude du dirigeant vis-à-vis de la création et du partage de la valeur. Nous effectuons une revue de la transformation de la latitude (ou pouvoir discrétionnaire) du dirigeant dans l'entreprise (Gomez, 2009). Pour cela nous nous attachons à comprendre si dans le déplacement du référentiel économique vers le référentiel financier, il y a eu perte de la latitude managériale du dirigeant d'entreprise cotée au profit de l'une de ses parties prenantes : les actionnaires, qui justifierait le déséquilibre financiarisé vers la valeur actionnariale ? (et donc le sentiment d'un contrôle perçu comme difficile pour changer de paradigme de la valeur)

Pour comprendre le rôle du dirigeant d'entreprise cotée française et sa latitude de réconciliation des valeurs actionnariale et partenariale, il nous semble important de pouvoir d'une part répondre à la question, envers qui le dirigeant d'entreprise cotée se sent-il responsable ? et d'autre part de contextualiser la grande entreprise cotée française dans une approche rétro

exploratoire de la modification de la structure actionnariale dans le temps et comment cet environnement peut expliquer certains comportements et stratégies singulières mis en place ? Bancel (1997, 2004) écrit que l'évolution de l'environnement économique et financier de la grande entreprise cotée française s'est construite dans le temps sur « *la réglementation des sociétés commerciales, le contrôle étatique de l'activité économique, la monoculture de dirigeants passés par les mêmes écoles et le service de l'État, l'importance du domaine public et parapublic* ». Nous envisageons donc que la latitude décisionnelle du dirigeant de la grande entreprise cotée française et sa volonté de réconcilier les valeurs actionnariale et partenariale, reposent sur un terreau issu de la confluence d'influences caractéristiques du développement du modèle des entreprises capitalistique en France.

Nous allons donc nous attacher à **comprendre envers qui le dirigeant de la grande entreprise cotée est responsable**, et comment de la contrôlabilité nous sommes passé à une forme de congruence des relations entre deux parties le dirigeant et actionnaires, au travers de la gouvernance et des mécanismes des mécanismes de surveillance et d'information d'une part, des mécanismes d'incitation d'autre part notamment au travers de la forme d'incitation chrématistique liée à la rémunération des dirigeants.

**Pour cela** nous allons aborder le contexte du dirigeant de la grande entreprise cotée française sous l'angle d'influence entendu par Charreaux du domaine financier et de gouvernance. Ces éclairages nous permettrons de considérer au mieux les aspects de moyens et de contraintes à la disposition du dirigeant à mener cette réconciliation. Nous aborderons alors

- **Le point de vue de la structure actionnariale des entreprises.** Les grandes entreprises en France ont développé un système de cœur financier et de participations croisées (détentions réciproques de titre d'autres entreprises françaises) hérités de l'histoire des nationalisations et privatisations successives, qui leur a permis pendant longtemps d'éviter les prises de contrôle par des actionnaires potentiellement hostiles et souvent étrangers (les « raiders »). Nous le verrons, cette stabilité de l'actionnariat a fait place depuis à une ouverture aux capitaux étrangers sans commune mesure en Europe et qui a eu pour conséquence de créer un déséquilibre vers la création de la valeur vers l'actionnaire. Pour qui dirige-t-on les grandes entreprises en France aujourd'hui ?

Comprendre l'évolution de la structure actionnariale des entreprises françaises nous permettra de comprendre comment les dirigeants ont appréhendé cette forme de « contre-pouvoir » vis à vis de leur latitude décisionnelle et ont adapté leurs comportements stratégiques.

- **Le point de vue de la gouvernance, des codes et de la loi, qui entourent la grande entreprise cotée française.** L'histoire de France est souvent assimilée à celle de l'omniprésence de l'État ce qui a eu pour résultats d'influencer les lois qui ont porté le « compromis français ». Par exemple à la fin des 30 glorieuses quand les États-Unis faisaient le choix de la précarité économique, la France faisant le choix des aides sociales et du chômage. Aujourd'hui l'État intervient à nouveau avec différentes lois dont la loi PACTE et tente d'assurer la stabilité du capital de l'entreprise, élément essentiel pour le dirigeant pour mener une stratégie d'entreprise sur le long terme et tenter de préserver l'intérêt général dont il se retrouve missionnée. De leur côté, les associations patronales du MEDEF/AFEP pour ne pas perdre la main sur le sujet, se penchent sur les codes de gouvernance des entreprises. Alors en quoi la légalisation sur la raison d'être de l'entreprise (loi Pacte) et la mise en place de ce comité sur la gouvernance en France, peuvent-elles contribuer à influencer la latitude décisionnelle et stratégique du dirigeant et favoriser une réconciliation des valeurs par ce dernier ?  
Peuvent-ils protéger les dirigeants des grandes entreprises cotées de l'idéologie ultralibérale ?

## 5.1. Évolution de la latitude du dirigeant et gouvernance de la grande entreprise cotée ?

Il paraît essentiel à ce moment de notre recherche de rappeler la définition que nous donnons du « dirigeant » de la grande entreprise cotée.

Par dirigeant nous entendons, l'incarnation humaine dans l'entreprise, qui :

- Occupe la plus haute fonction au sein d'une entreprise dont le capital est détenu par des actionnaires.

- Est en charge des décisions dans son entreprise au travers d'une gouvernance : « *un système de mécanismes qui gouvernent sa conduite et délimitent sa latitude discrétionnaire* » (Charreaux, 1997).
- Tient un rôle d'acteur central, mais non unique, dans le processus de création de la valeur (Charreaux et Desbrières, 1998)
- Et enfin représente l'entreprise dans ses rapports avec ses parties prenantes (actionnaires, clients, collaborateurs, conseil d'administration, les médias, le gouvernement, les ONG, la communauté en générale), (Hills et Jones, 1992).

Aussi que nous fassions référence au « dirigeant », au P-DG., ou au CEO nous l'entendons comme la personne qui incarne « *le pouvoir exécutif avec pour fonction principale de définir la stratégie et de la mettre en œuvre* ». Par ailleurs il « *organise et légitime la hiérarchie du pouvoir à l'intérieur de l'entreprise pour assurer son efficacité. Il oriente ainsi concrètement le destin de l'entreprise* » (Gomez, 2018, p27). Il détient donc, à priori, une marche manœuvre significative pour influencer les stratégies d'entreprise et allouer les ressources nécessaires au succès de celles-ci (Finkelstein, 1992).

### ***Latitude décisionnelle et contrôle par le dirigeant de la grande entreprise cotée***

La nature des pressions auxquelles fait face le dirigeant de la part de ses différentes parties prenantes, et les rapports de forces qui les sous-tendent, a considérablement évolué dans le temps. (Gomez, 2003). Son rôle central lui impose d'arbitrer des injonctions parfois contradictoires en utilisant son degré de latitude décisionnaire dans le meilleur intérêt de l'entreprise. Comment cette latitude décisionnelle (Charreaux, 1996) a-t-elle évolué dans le temps ? le dirigeant a-t-il encore toute latitude nécessaire pour faire des choix stratégiques singuliers et comme l'écrit Gomez (2018) pour « *orienter concrètement le destin de l'entreprise* » ? et cette latitude s'exerce-t-elle de la même façon avec toutes les parties prenantes ? Nous nous attachons à comprendre dans cette partie envers qui les dirigeants d'entreprises cotées sont-ils responsables, élément fondamental de notre question sur la latitude et du « peut-il encore réconcilier les valeurs » ?



La littérature académique sur le sujet de la latitude et du contrôle du dirigeant dans l'entreprise est pléthorique. Si elle y invite elle n'est pourtant pas le monopole de la « gouvernance ». Des disciplines telles que le management des organisations, l'économie, la finance, la stratégie, le droit des sociétés, la psychologie, la sociologie, etc apportent beaucoup à la compréhension et au développement du concept. Nous nous référons ici à Mintzberg (1986), pour qui il existe dans chaque organisation, la présence d'un système d'autorité et d'administration personnifié par un dirigeant et son équipe de direction, dans une hiérarchie plus ou moins structurée et dont la tâche est d'unir les efforts de tous dans un objectif donné, la Mission (ou « raison d'être » pour faire écho au concept remis en avant par la loi PACTE en France). Le pouvoir du dirigeant est alors associé à ce que Mintzberg définit comme « *la capacité à produire ou à modifier les résultats ou effets organisationnels* ». Cette notion de latitude comme capacité à mettre en action, englobe généralement celle de la « légitimité » qui y est associée, légitimité pour le dirigeant d'exercer une autorité sur l'organisation, le droit de la commander ou de donner des ordres. En ce sens, l'autorité associée, que Mintzberg définit comme un sous ensemble du pouvoir, peut alors être perçue comme une influence descendant de la direction vers les employés. Cette latitude ou pouvoir discrétionnaire est dévolu au dirigeant par la gouvernance. Nous nous attachons à l'étudier ici dans son acception de « *la latitude dont dispose les dirigeants pour gérer les différents contrats* » (Charreaux, 1996). Il est intéressant alors de constater comment s'est organisé, dans le temps, le jeu des acteurs de l'entreprise en fonction du déplacement de la latitude discrétionnaire des dirigeants et des motivations de chaque partie prenante de celle-ci. Aujourd'hui en dehors du pouvoir « dévolu » par la gouvernance, la latitude « légitimée » du dirigeant, est fortement remise en question. Elle est mise en perspective en fonction des intérêts multiples des parties prenantes et de la logique d'engagement du dirigeant envers une ou plusieurs d'entre-elles. Il est aussi intéressant de constater comment la latitude du dirigeant est regardée, presque exclusivement par le prisme de la relation avec les actionnaires, partie prenante considérée comme le seul véritable contre-pouvoir par la gouvernance d'entreprise (prisme hérité de la théorie de l'Agence), (Charreaux, 1992). Par ailleurs, la question du contrôle de la latitude des dirigeants (et donc de la gouvernance) est régulièrement débattue à chaque nouveau scandale financier. Pour illustrer ce propos, Jensen (2008), dans un discussion organisée avec Agle, Donaldson, Woods, Freeman et Mitchell sur le thème « *towards superior stakeholder theory* », souligne « *The danger with stakeholder theory, as I've seen it expressed in most cases, is that those who advocate **it simply assume managers would do the right thing so as to benefit society as a whole. That position is naïve for at least two reasons. Managers would have no way to know how to best benefit***

*society, and furthermore there would be widespread disagreement on how and what to do. Moreover, if adopted, stakeholder theory would do further damage. It would literally leave managers unmonitored and unaccountable in any principled way for their actions with the vast resources under their control. Now that's a disaster.* » Que ce soit au travers des effets d'une crise ou de la prise de décision unilatérale qui impacte négativement la majorité des parties prenantes de l'entreprise, le sujet du contrôle de la latitude des dirigeants des grandes entreprises cotées, pose finalement la problématique plus générale d'une conception élargie de la responsabilité du dirigeant envers toutes ses parties prenantes et du rôle de l'entreprise dans la prise en compte de l'intérêt général.

### ***La modification de la latitude discrétionnaire du dirigeant d'entreprise cotée dans le temps : Du pouvoir discrétionnaire, au pouvoir souverain, au contre-pouvoir de l'actionnaire.***

En s'appuyant sur les fondements juridiques<sup>177</sup> développés au début du 19<sup>e</sup> siècle, la Société civile a vu se développer une « abstraction légale » : la société, disposant d'un capital social qui permet à ses propriétaires de privatiser contractuellement les moyens de production qui jusque-là étaient collectifs (Gomez 2003, p188). Le droit définit alors la société comme « *un objet susceptible de propriété privée (actions) et d'échanges marchands (à la bourse) (...) le propriétaire a le droit d'en user, de le faire fructifier et d'en abuser, dans les limites de l'ordre public et de la licéité* » (Gomez, 2003). Dans ce cadre originel, le dirigeant est aussi le propriétaire des capitaux engagés dans l'entreprise. Son pouvoir de décision est discrétionnaire et absolu (dans la limite de la licéité), son mode de management est paternaliste, et son but principal est la pérennisation de son entreprise dans un objectif de transmission patrimoniale. Le dirigeant porte alors la responsabilité du lien très fort et balancé entre, succès économique, réputation et rôle sociétal. (O Weinstein, 2010).

### **D'où vient alors cette idée d'un contrôle nécessaire de la latitude managériale du dirigeant ?**

---

<sup>177</sup> le code de commerce français (1807) ou le General incorporation législation américain (NY, 1811), mais aussi au 18<sup>e</sup> siècle le bubble act (1720) en Angleterre.

Nous trouvons l'origine de la séparation des pouvoirs entre dirigeants et actionnaires au début du 20<sup>ème</sup> siècle, dans la rupture du lien entre propriété et direction d'entreprise, et dans le transfert du pouvoir de décision des actionnaires vers les dirigeants (Berle et Means, 1932). Ceci est en partie dû au déclin des entreprises familiales qui ont du mal à prendre le virage de la croissance économique du début du 20<sup>ème</sup> siècle (Chandler, 1962, Galbraith, 1969) mais aussi et surtout basé sur l'idée que diriger une entreprise ne s'improvise pas. De fait ceux qui la possèdent ne sont pas forcément ceux qui savent le mieux la diriger et la faire fructifier (Berle & Means, 1932, Galbraith 1969, Gomez 2004, 2009).

A ce moment-là, l'entreprise est alors envisagée comme une organisation hiérarchique, disposant d'un pouvoir d'autorité (Coase, 1937) dévolu au dirigeant « manager » et s'analyse comme un système de relations contractuelles entre les différentes parties prenantes. Ces relations posent déjà le problème des divergences d'intérêts entre les agents et les asymétries d'information qui sera repris plus tard par Jensen et Meckling, mais ne remet pas encore en question la latitude discrétionnaire du dirigeant. De fait les propriétaires du capital se sont attachés les services de dirigeants manager qui proviennent de leur entourage proche ou recommandés, ce qui leur inspire loyauté et performance.

Pour autant la rupture du lien de propriété et de direction d'entreprise s'établit définitivement dans les années 1930. Elle est à la fois juridique et organisationnelle (Jensen & Meckling, 1976, Gomez 2003) :

- **Organisationnelle** : car sans pour autant faire disparaître l'entreprise familiale et le dirigeant propriétaire, elle donne naissance à l'entreprise dite « moderne » avec à sa tête un nouveau type de dirigeant, le « manager » professionnel, car possédant une expertise métier. C'est Berle et Means (1932) dans leur ouvrage « the modern corporation and private property » qui utilisent l'adjectif « moderne » pour qualifier cette montée du pouvoir de la grande entreprise (propriété privée) et au travers de celle-ci la montée du pouvoir des dirigeants. Ils décrivent un phénomène qu'ils appellent le « Management control », comme un phénomène de « *concentration des pouvoirs* » valorisé par la méritocratie et l'expertise technique au regard de l'hérédité familiale qui prévalait jusque-là. Cette « révolution managériale » implique de remettre en cause la logique du droit de propriété de l'entreprise. Selon les auteurs l'entreprise « *implique les interrelations entre une large diversité d'intérêts économiques – ceux des*

« *propriétaires* » qui fournissent le capital, ceux des travailleurs qui « *créent* », ceux des consommateurs qui donnent de la valeur aux produits de l'entreprise, et par-dessus tout ceux du contrôle qui apporte le pouvoir » (Berle et Means (1932), cité par O Weinstein (2010), p22). Au-delà de théoriser la relation de l'entreprise et de son dirigeant avec ses différentes parties prenantes, chacune ayant ses intérêts propres, les auteurs mettent en avant un contexte favorable à la latitude discrétionnaire des dirigeants managers. En effet, à l'époque, la dispersion du capital (actions) en milliers de petits porteurs, leur permet de se sentir libérés de la supervision directe des détenteurs du capital (ou investisseurs en bourse), et donc d'avoir une latitude importante dans leurs choix stratégiques, portée par ce pouvoir discrétionnaire.

Plus tard, les travaux de Chandler (1972) ont ajouté à la réflexion sur l'importance des formes de propriété, du contrôle et des conditions de coopérations entre les parties prenantes de l'entreprise. En particulier, ce dernier a mis en évidence le changement du dirigeant « *insider* » par le dirigeant « *outsider* ». La promotion interne des dirigeants « *insider* » a permis pendant longtemps de diminuer l'asymétrie d'information dans l'organisation, et de motiver chacun à la performance en échange d'une promotion. Les années 1960 (aux États-Unis) ont changé cela avec les recrutements de dirigeants « *outsider* » à l'entreprise. Ce mécanisme s'est alors justifié par les partisans du contrôle plus franc des dirigeants, permettant alors d'éliminer le mécanisme d'enracinement que l'on pouvait constater chez certains qui redoutaient une OPA et en conséquent d'être débarqué sur le champ.

- **Juridique** : car le développement de l'entreprise moderne se fait majoritairement au travers du format juridique des sociétés par actions (société anonyme) qui établit la séparation entre direction et propriété. Elles permettent à ces mêmes dirigeants d'obtenir les financements nécessaires pour leurs investissements, et transformations technologiques importantes. Ce transfert de pouvoir à la tête des entreprises s'effectue dans un contexte social et économique favorable, qui procure une grande latitude discrétionnaire à ces nouveaux dirigeants « *managers* ». H Wells (2016) dans son article « *a long term view of shareholders power : from the antebellum corporation to the twenty-first century* » situe l'origine de ce « *pouvoir discrétionnaire* » des dirigeants, aux Etats Unis, entre les années 1870\_1930. A cette époque, les entreprises se développent de façon exponentielle, et le besoin de latitude des dirigeants se justifie par

leur capacité à être plus efficaces pour prendre leurs décisions s'ils n'ont pas à rendre des comptes à leurs actionnaires ou besoin d'obtenir leur consentement pour leurs stratégies de diversification (fusion, acquisitions) horizontale ou verticale. Par ailleurs alors les États sont entrés dans un fédéralisme exacerbé. La compétition qu'ils se livrent pour attirer les créations d'entreprises dans leur circonscription et développer l'emploi, n'a de limite que la flexibilité et l'attractivité qu'ils peuvent représenter pour les entreprises (ex Delaware) et donc de la latitude légale qu'ils peuvent offrir aux dirigeants de ces entreprises. En France, même si dès 1940 la loi impose la tenue d'un conseil d'administration censé limiter l'espace discrétionnaire du dirigeant, dans les faits personne ne remet en question les décisions et choix stratégique pris dans l'intérêt de l'entreprise par celui qui est reconnu comme l'expert métier (Gomez, 2003).

Avec cette rupture organisationnelle et juridique et par ailleurs la faiblesse de l'actionnariat dispersé pour l'époque, Berle et Means (1932) font partie des premiers chercheurs qui posent la « *question de la contrainte des motivations d'une telle direction et de la répartition efficace des gains de l'activité d'entreprise* ». Cette rupture va motiver de la part des auteurs la question centrale de savoir qui contrôle l'entreprise et les décisions qui y sont prises, et surtout la question centrale de la répartition « efficace » de la création de valeur par l'entreprise. Elle va aussi remettre au premier plan la régulation du pouvoir du dirigeant et les bonnes pratiques de la gouvernance.

Cette notion de contrôle de la latitude du dirigeant d'entreprise va devenir un sujet central et critique avec le développement des conglomerats. Les travaux de Galbraith (1969) sur la « technostructure » démontrent bien l'aspect irréversible de la grande entreprise (on le voit à nouveau aujourd'hui avec le développement des positions monopolistiques des grandes entreprises du numérique) et le besoin de contrôle et de gouvernance attaché à la fonction du dirigeant. Les diversifications hétérogènes au niveau internationales, vont impliquer une refonte des organisations, dans une approche matricielle de la gestion de l'entreprise au portefeuille d'activité disparates. Cette décentralisation va aussi amener la délégation d'autorité vers les Business Unit opérationnelles et un glissement de l'expertise vers les fonctions managériales tandis que les fonctions du dirigeant se recentrent sur la stratégie et la gestion par les chiffres. **Le dirigeant « expert métier » qui jusque-là représentait l'incarnation légitime du pouvoir, devient un dirigeant gestionnaire répondant aux injonctions des marchés financiers et par translation, de ses actionnaires.**

Dans le début des années 1980, nous l'avons vu dans la première partie, les conditions d'application de la théorie de l'agence de Jensen et Meckling sont remises en question par la massification de l'actionnariat (Gomez, 2009). Certains postulats comme par exemple la latitude managériale du dirigeant sont questionnés par la concentration de l'actionnariat dans la gestion de portefeuilles délégués (Montagne 2009) et le passage du rôle de contre-pouvoir de l'actionnaire à celui de pouvoir de contrôle. En effet si cette relation contractuelle a pour objectif de « rééquilibrer » par un contre-pouvoir actionnarial, la latitude discrétionnaire des dirigeants d'entreprises cotées, elle a aussi pour conséquence et résultat visible de créer :

- Des stratégies d'enracinement chez les dirigeants et d'inciter ces derniers à se protéger des risques liés aux prises de décisions et leurs conséquences pouvant aller de la perte de réputation sur le marché des dirigeants, à la sanction disciplinaire ou pécuniaire, et même jusqu'au licenciement. (Reynaud et Marais, 2016)). Alexandre et Paquerot (2000) définissent les stratégies d'enracinement des dirigeants comme ayant « *pour objectif d'accroître leur espace discrétionnaire en utilisant les moyens à leur disposition, c'est à dire leur capital humain mais également les actifs de l'entreprise, pour neutraliser les systèmes de contrôle et accroître la dépendance de l'ensemble des partenaires de la firme envers les ressources qu'ils contrôlent (capital humain spécifique, asymétrie d'information) ...* ».
- Des stratégies et tactiques d'incitations de la part des fonds d'investissement qui finalement apporte une certaine ambiguïté quant au rôle du dirigeant. En effet leur conception du contrôle, si elle se veut minimaliste (intervention ponctuelle dans un champ d'action défini par la gouvernance), n'en devient pas moins dans les faits, un équilibre précaire entre leviers relationnels et structurels qui n démontre pas toujours l'objectif développé par la théorie de l'agence, celui de « contre-pouvoir ».

Les leviers structurels font référence, aux incitations pécuniaires (stock-options, ou AGA), à la sélection des dirigeants, ou encore à la discipline imposée de l'investissement par endettement (et ainsi éviter le recours aux fonds propres pour financer des investissements éventuellement non rentables et éviter de « gaspiller » le

free cash-flow qui pourrait être retournés en dividendes). Ces leviers incitatifs même s'ils préservent l'autonomie des dirigeants et le contrôle ex post, sont peu flexibles ; Des leviers relationnels peuvent aussi être activés pour suggérer e un consensus gagnant-gagnant. Les fonds d'investissements mobilisent alors leur capacité d'influence pour inciter le dirigeant à agir dans le sens de leurs intérêts.

## 5.2. Le contexte français de la latitude du dirigeant de la grande entreprise cotée

### 5.2.1. La structure de l'actionnariat des grandes entreprises cotées françaises et le contrôle perçu par leur dirigeant pour conduire le changement de paradigme de la valeur ?

La France, de par son histoire politique et économique, a fait de la répartition du capital des grandes et moyennes entreprises françaises, un facteur qui a permis jusqu'à très récemment, de privilégier la préférence nationale. Cet héritage dissuasif provenait

- Du poids des participations de l'État héritée des nationalisations de 1945 et 1981,
- De la présence de grandes et riches familles au capital des grandes entreprises,
- Des droits de vote double, portés par la récente loi Florange de 2014.
- Et des participations croisées des entreprises françaises, réclamé par l'État français au moment des privatisations de 1986, permettant alors d'éviter une éventuelle absorption des intérêts français par les investisseurs institutionnels étrangers.

En nous appuyant successivement sur les travaux :

- D'Auvray (2018), et de Morin et Rigamonti (2002) sur l'évolution de l'actionnariat en France, (dont Desbrières et Al (2002, 2017) sur l'actionnariat salarié)
- Ceux de François et Lemercier (2016) sur l'origine de financiarisation de l'économie française,

nous mettons en avant deux constats fondamentaux et importants pour notre recherche sur la latitude du dirigeant de la grande entreprise cotée à réconcilier les valeurs VA et VP.

- Tout d'abord celui qui veut que l'orientation des grandes entreprises sur le sol français, et à travers elles, les comportements singuliers de leurs dirigeants vers la valeur actionnariale, ne soit pas liée à la montée en puissance de la Finance dans l'Économie réelle, mais plutôt à la **recomposition de la nature de l'actionnariat français**. François et Lemercier (2016) écrivent à ce propos « *La sphère financière était très présente à la fin des Trente glorieuses : ce qui s'est joué depuis du côté des frontières et des activités*



*des entreprises, comme des liens qu'elles entretiennent, relève bien davantage d'une recomposition de sa nature que d'un accroissement de son poids » ; Nous le verrons avec le déclin du « cœur financier » français à la fin des années 90.*

#### 5.2.1.1. Évolution de la structure de l'actionnariat des entreprises « françaises » :

L'actionnariat c'est le pouvoir souverain de l'entreprise (Gomez, 2018) celui qui nomme le conseil d'administration et désigne l'exécutif (le dirigeant). Il est donc le fondement de la légitimité des autres pouvoirs de l'entreprise. Comprendre l'évolution de l'actionnariat des grandes entreprises en France est un élément déterminant pour comprendre la latitude décisionnelle du dirigeant (son pouvoir exécutif) à mettre en œuvre des stratégies singulières qui peuvent amener à la réconciliation des valeurs actionnariales et partenariales. Ses comportements et logiques d'investissement ont semble-t-il été influencés par la modification du « cœur financier » des entreprises françaises qui a radicalement changé dans la période 1997-2001. En nous appuyant sur les travaux de Morin et Rigatoni (2002) nous allons montrer comment la transformation de la structure de l'actionnariat des entreprises françaises a remodelé la latitude décisionnelle du dirigeant sur le territoire français, et comment des enjeux de pouvoirs ont pu faire de ce management des grands groupes au capital « très flottant », les alliés objectifs de la création de valeur pour l'actionnaire.

### **D'un capitalisme managérial...**

Ce qui a caractérisé le modèle actionnarial des entreprises françaises pendant très longtemps, c'est son modèle de « cœur financier ». Comme pour le modèle rhénan ou japonais des Keiretzu, le « cœur financier » du modèle français s'appuie sur les participations circulaires d'un petit nombre d'acteurs pivot, qui jouent un rôle déterminant dans la stabilité du financement des entreprises, mais aussi dans son aspect de protection des dirigeants contre les tentatives de prise de pouvoir par une entreprise extérieure. Des années 70 à la fin des années 90, en France, ce cœur financier repose sur une relation étroite entre les banques et l'industrie, où « les groupes financiers interviennent dans la définition et le financement de la stratégie industrielle des entreprises qu'ils contrôlent ». (François et Lemerrier, 2016). A ce titre, le secteur bancaire français, en favorisant ces « alliances en capital » (Morin et Rigatoni (2002)), a joué un rôle très important dans l'histoire du développement de l'écosystème capitaliste des entreprises

françaises. Très important par son soutien « volontariste »<sup>178</sup> à la croissance du tissu économique des grandes entreprises françaises, mais aussi par sa position de contrôle dans les conseils d'administration<sup>179</sup> lui permettant une gestion et une maîtrise des risques associés « en amont » ». Par cette régulation de leur mode de financement, le secteur bancaire a permis aux dirigeants des grandes entreprises cotées de se focaliser sur leurs stratégies singulières et la croissance. Il a aussi permis d'inscrire la relation du cœur financier avec le capitalisme managérial comme un modèle de cogestion stable et bénéfique pour l'économie française.

Ceux qui ne bénéficiaient pas alors de ce mécanisme de cœur financier, mais qui souhaitaient garder leur latitude stratégique, s'organisaient alors dans des alliances bilatérales d'entreprises, par un mécanisme de participations croisées (c'est le cas de l'Oréal avec Nestlé qui détiennent encore et réciproquement une part importante de titres de l'une et de l'autre des entreprises). Ces participations croisées ont eu comme bénéfice de réunir des entreprises qui partageaient une vision commune et pertinente du développement de l'entreprise « *un objectif stratégique commun supérieur et consubstantiel au réseau* » (Morin et Rigatoni (2002)) et pour laquelle, le réseau servait de rempart sur tout acteur opportuniste en cas d'OPA. Pour les entreprises familiales le modèle dominant était l'autocontrôle.

La fin des années 1990 marque un tournant décisif pour ce modèle de cœur financier. Depuis le milieu des années 80, la politique de désengagement progressif de l'État dans les entreprises françaises<sup>180</sup>, dans un premier temps, renforce le pouvoir du cœur financier bancaire. Morin et Rigamonti (2002) identifient alors 3 grands pôles autour de la Société Générale, les AGF, et Paribas (le premier), la BNP, et la Compagnie financière de Suez (le second), et enfin AXA-UAP : ce dernier pôle étant particulier et prépondérant dans le capitalisme français, en ce sens qu'il détient une participation dans les deux autres pôles « *ce qui lui confère une position privilégiée pour influencer sur l'évolution de l'architecture globale du cœur financier* » (Morin et Rigamonti (2002)).

Avec le changement de périmètre géographique des entreprises et l'arrivée du grand marché unique concurrentiel, le modèle de cœur financier se retrouve grandement fragilisé. D'un côté les banques font face au dégonflement de la bulle immobilière spéculative et enregistrent de lourdes pertes qu'elles doivent gérer en interne. Pour s'en sortir, elles sont obligées de céder

---

<sup>178</sup> Morin et Rigamonti (2002) qualifient cette politique de soutien à l'économie française de « volontariste car elle conduit à des taux d'endettement qui excèdent souvent les ratios d'endettement communément admis sur les marchés financiers.

<sup>179</sup> Leur présence dans les conseils d'administration augmente de 100% entre les années 50 et 80. François et Lemercier (2016)

<sup>180</sup> Matérialisée par les opérations successives de privatisation engagées en 1986 et 1993\_95,

une grande partie de leurs participations immobilisées dans l'Industrie. Elles entrent très affaiblies (sauf peut-être les groupes mutualistes comme Crédit agricole et AXA) dans un marché commun très concurrentiel, ce qui a pour résultat de précipiter la consolidation de leur secteur.

De l'autre côté, les grandes entreprises s'internationalisent et il devient très difficile pour les banques, dans la conjoncture que nous venons de détailler ci-dessus, de les suivre dans leur mouvement de fusions acquisitions à l'étranger. Par ailleurs, la structure existante de leur actionnariat « très dispersé » ou celle des alliances bilatérales d'entreprises, sont incapable de les suivre dans ce cheminement stratégique. Ce cœur financier français qui avait permis le développement des stratégies nationales et européennes se relève un modèle limitant avec la mondialisation des économies et l'augmentation des tailles critiques des entreprises françaises. Les banques n'ont que peu de marge de manœuvre pour garder leur position dans les grandes entreprises qui elles se sentent à l'étroit dans ce modèle qui devient contraignant.

### **...A un capitalisme bicéphale,**

C'est donc l'effet conjoint du désengagement de l'État et de l'affaiblissement du système bancaire dû à la désintermédiation, qui a précipité la rupture que nous connaissons du modèle de « cœur financier ». De cette rupture est née en France, un nouveau capitalisme « bicéphale » que Morin et Rigamonti, (2002) déclinent entre capitalisme patrimonial et capitalisme de marché financier, caractérisé par le remplacement du « cœur financier » par un nouvel acteur « non identifié » et non homogène cette fois-ci ; les investisseurs institutionnels. Ce changement représente une vraie marge de manœuvre retrouvée pour le dirigeant d'entreprise cotée dans le sens où il y a passage d'un modèle de « cœur financier » bancaire, avec contrôle des dirigeants « ex ante », à un système de contrôle « ex post » par les marchés financiers.

Ce capitalisme bicéphale impose donc de reconsidérer la latitude stratégique des dirigeants en fonction du pourcentage de détention, par ces nouveaux acteurs, du capital de l'entreprise. Le contrôle des dirigeants est alors entièrement vectorisé par l'approche des marchés financiers « ex post », et basé sur le prix de l'action. Si l'on s'en réfère au concept du comportement mimétique (Orléan, 1999) développé par Keynes dans le « concours de beauté », on peut questionner le bienfondé d'un contrôle ex-post et d'une « latitude » stratégique du dirigeant qui découlerait

alors du choix des investisseurs basée sur l'opinion du plus grand nombre des acteurs des marchés plutôt que sur la capacité réelle de l'entreprise à générer des flux de trésorerie futurs. Dans tous les cas, ce nouveau paradigme renforce la dépendance à l'égard des marchés financiers, dans la mesure où il impose au dirigeant de maintenir un cours de bourse élevé au risque de se voir évincé de sa position (l'idéologie de la « Shareholder value »).

On y distingue les structures actionnariales (nature et composition) dites

- **De capitalisme patrimonial**, où un actionnaire particulier (ou groupe d'actionnaires) possède suffisamment d'actions d'une entreprise, pour qu'il soit en capacité d'influencer la stratégie du dirigeant en fonction de ses objectifs personnels.

-

Ce capitalisme se décline en deux sous-ensembles :

- Un capitalisme patrimonial traditionnel : qui est principalement représenté par un actionnariat de « référence » (comme les fondateurs de l'entreprise, l'État, ou des partenaires industriels issues d'alliances passées. (L'Oréal et Nestlé par ex)). Les stratégies des dirigeants impulsées par les actionnaires de références, n'étant pas nécessairement alignées avec les intérêts des investisseurs institutionnels, on y trouve généralement un actionnariat flottant limité (Maximum 75%)
- Un capitalisme patrimonial moderniste : l'on voit apparaître une proportion d'investisseurs institutionnels étrangers plus importante, ce qui a pour résultat d'influencer de façon significative les stratégies singulières des dirigeants vers la création de valeur actionnariale. Ces derniers pour se protéger et limiter cette influence ont gardé de façon limitée un actionnariat stable issu des alliances passées (bancaires ou industrielles). On y trouve généralement un actionnariat flottant intermédiaire (entre 76 et 89%)

- **De capitalisme de marché financier**<sup>181</sup>, dans lequel l'actionnariat est parfaitement dispersé ou « éclaté », et de par cette dilution (entre 90 et 99% de flottant), n'est pas en

---

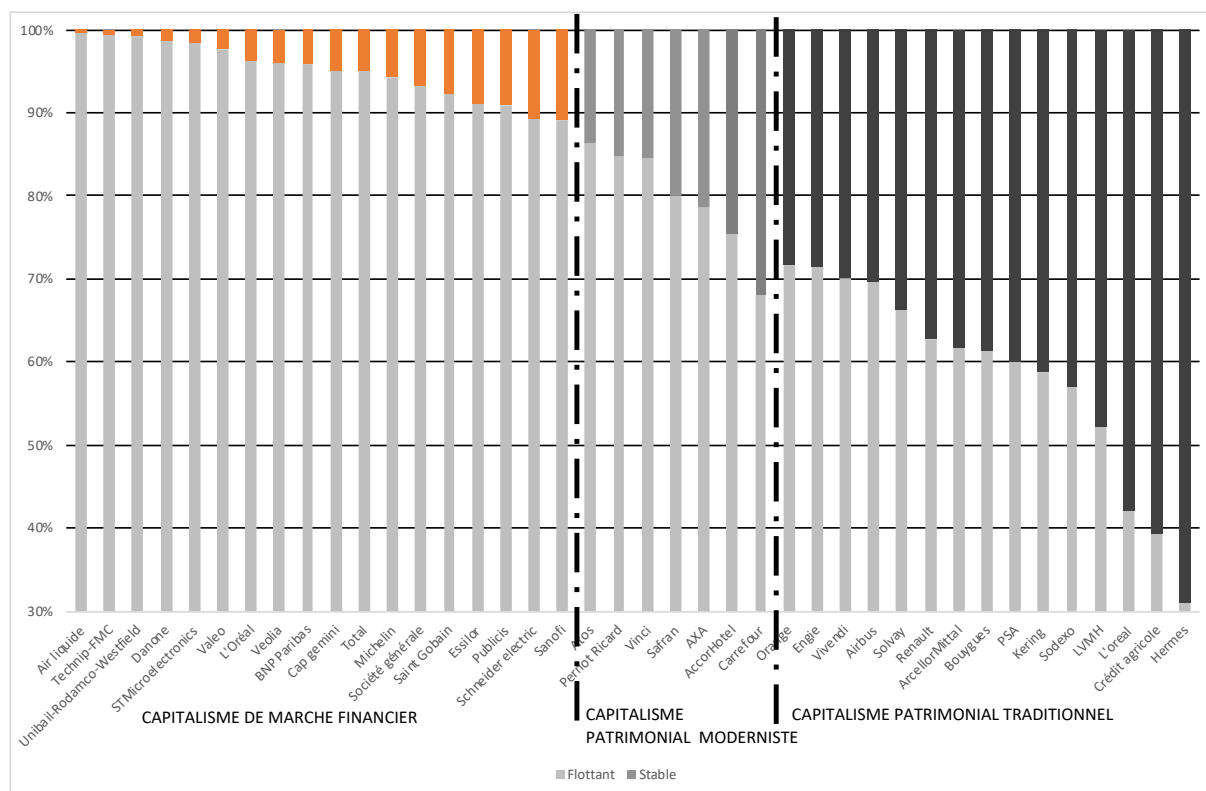
<sup>181</sup> Dans la typologie de Charreaux et Pitol Belin (1985) les entreprises dans ce modèle sont appelées sociétés managériales.

capacité d'influencer les stratégies singulières du dirigeant. Ça n'est d'ailleurs pas l'objectif de cet actionnariat, principalement des investisseurs dits « indicielle », dont les politiques sont basées en amont sur une diversification du risque et des niveaux de participations dans les entreprises qui sont relativement faibles. Pour autant, si leur objectif n'est pas d'influencer les stratégies des dirigeants il induit tout de même pour les dirigeants de tendre à vers des stratégies de « Shareholder value » afin de satisfaire à priori cet actionnariat. En travers de ce nouvel actionnariat la notion de capital fixe s'est transformée en capital liquide et cette notion de liquidité (cash-flow) est devenue prioritaire pour bons nombres de dirigeants.

En reprenant la typologie définie par Morin et Rigatoni (2002), les données Euronext<sup>182</sup> de 2012 à fin 2017, et les rapports annuels des entreprises du CAC40 de 2018, nous avons croisé les données de la composition de l'actionnariat des entreprises du CAC40 à fin 2018 et l'avons comparée à cette nouvelle morphologie du capitalisme français qui a émergé à partir des années 2000.

<b>Typologie d'actionnariat des entreprises du CAC40.</b>	<b>2001</b>	<b>2018</b>	<b>Variance</b>
Actionnariat dispersé (De marché financier)	11 (27,5%)	18 (45%)	7
Actionnariat de référence (Patrimonial traditionnel)	17 (42,5%)	15 (37,5%)	-2
Actionnariat stable limité (Patrimonial moderniste)	12 (30%)	7 (17,5%)	-5

<sup>182</sup> Pour information Euronext s'est penché, à l'occasion de sa conférence annuelle, sur ses trois sources principales pour rapprocher au mieux les données des entreprises et rechercher la plus grande exhaustivité : les rapports et documents de références des entreprises, la base de données de Morningstar sur les principales positions des 15.000 fonds investis dans au moins une société du CAC 40 à fin décembre 2017, ainsi que la base de données de Facset, qui inclut notamment les investissements des fonds souverains. Malgré ces centaines de milliers de données, on ne connaît que 60 % de l'actionnariat.



En 2001 les auteurs avaient identifié une douzaine d'entreprises du CAC40 sans groupe d'actionnaires significatifs. En 2018 ce groupe est en augmentation et représente <sup>183</sup> 45% des entreprises du CAC40. Même si toutes les entreprises qui le compose ne sont plus les mêmes en 2018, il n'en reste pas moins que ce groupe de par sa structure très flottante, a une influence sur les comportements des dirigeants officiant au CAC40. Ces derniers sont à priori « libres » de leur stratégie d'entreprise à partir du moment où ils satisfont leur actionnariat. Aussi pour ces entreprises dont le flottant oscille entre 90% et 99%, la latitude du dirigeant passe par un actionnariat très dispersé, et une stratégie « all fit one » de la création de valeur axée sur la « Shareholder value ». Morin et Rigatoni (2002). **Les dirigeants qui disposent d'un actionnariat très flottant pour garder leur latitude décisionnelle seraient donc plutôt enclin à satisfaire une stratégie de création de valeur pour l'actionnaire.** Il est à noter que cette conclusion n'est pas applicable à Michelin et à son dirigeant. En effet, avec un flottant de 94% (à fin 2018) Michelin pourrait être assimilée à une entreprise « capitaliste de marché financier », pour autant son format juridique de commandite par actions, offre à son dirigeant « le gérant commandité » toute latitude décisionnelle puisque les statuts stipulent qu'il devra

<sup>183</sup> Annexe tableau des entreprises françaises du CAC40 en 2018, actionnariat, gouvernance, dirigeant.

être choisi parmi les commandités et qu'il ne pourra être révoqué qu'avec l'accord de tous les associés commandités. En retour ce format juridique impose une responsabilité illimitée sur les biens propres des commanditaires, ce qui incite à une gestion stratégique long-termiste relativement similaire au mode de gestion que l'on connaît dans les entreprises familiales, qui elles ont un souci de transfert patrimonial.

Par ailleurs la représentativité des entreprises dites de « capitalisme patrimonial traditionnel » quant à elle, reste plutôt stable pour la comparaison 2001 et 2018 et représente à fin 2018, 38% du CAC en nombre d'entreprise. Ceci étant, ce chiffre a varié dans l'intervalle et s'explique principalement aujourd'hui par la forte progression des entreprises familiales et notamment celles du luxe, entrées en force dans le CAC40 (quand la bourse américaine est portée par le GAFAM, la bourse française elle bénéficie de l'effet KHOL (Kering, Hermès, l'Oréal, LVMH)) car dans le même temps les participations de l'État diminuent pour ne plus représenter que 2,5% du CAC40 à fin 2018. Avec ce pourcentage, l'État reste tout de même le second actionnaire identifié du CAC40 derrière le groupe familial Arnault mais la proposition d'une nouvelle alliance Fiat-Renault pourrait faire encore diminuer cette participation. Il est à noter que si les fonds d'investissements dominant toujours le CAC (à eux seuls le club des 5<sup>184</sup> porté par Vanguard pèse 7%) les entreprises familiales montent en puissance. Selon une étude Euronext<sup>185</sup>, à fin 2017 les grandes familles françaises détiennent 11,2% du CAC40 équivalent à 167 milliards d'euros. D'ailleurs si l'on met en correspondance les entreprises du CAC40 aujourd'hui avec leur modèle actionnarial de l'année 2001, on constate que la part du capitalisme patrimonial moderniste qui a émergé dans les années 2000 est en recul au profit d'une polarisation entre les actionnaires familiaux et les investisseurs institutionnels. Ce constat tend à démontrer que les entreprises familiales qui ont pu faire le choix financier de leur indépendance, le reste dans le temps, et que de l'autre côté les entreprises qui sont entrées en transition comme Pernod-Ricard ou Carrefour qui ont migré d'un capitalisme patrimonial traditionnel vers un capitalisme patrimonial moderniste, ce qui les rend d'ailleurs vulnérable face à l'activisme actionnarial.

Quelles sont les conséquences sur la latitude décisionnelle et stratégique des dirigeants ? **La tendance actuelle de l'actionnariat patrimonial moderniste des grandes entreprises cotées semble représenter une cible de choix pour les activistes à la recherche de rendements**

---

<sup>184</sup> Vanguard, Blackrock, Capital Group, Natixis, Amundi

<sup>185</sup> <https://www.lesechos.fr/finance-marches/marches-financiers/a-qui-appartient-le-cac-40-437912>

**supérieurs, qui profitent de cette structure pour influencer les actionnaires stables limités** (ce qui serait plus difficile et plus coûteux dans le cas des entreprises dont l'actionnariat est très éclaté). Ils déstabilisent ainsi grandement les dirigeants dans leur latitude décisionnelle et leur choix stratégiques. Les cas de Carrefour et Pernod-Ricard et avant elles AccorHotel, sont assez emblématique de la situation dans laquelle se retrouve les dirigeants de ces entreprises.

#### 5.2.1.2. Internationalisation de l'actionnariat, influence-t-elle la latitude des dirigeants de grandes entreprises en France ?

Nous venons de le voir avec la désintermédiation bancaire, l'effondrement du modèle français de « cœur financier » a eu pour conséquence une perte de la stabilité actionnariale des grandes entreprises françaises et une refonte de la latitude décisionnelle des dirigeants. Cette transformation de la structure actionnariale des grandes entreprises françaises de la fin des années 90, a augmenté la marche de manœuvre du dirigeant, mais en retour cette latitude retrouvée a aussi eu pour effet d'imposer, en fonction des actionnaires se trouvant au capital de ses grandes entreprises, un nouveau modèle stratégique et économique plus financiarisé. Car face à ce recul des participations croisées et du cœur financier, on a pu constater de façon concomitante une ouverture massive du capital des entreprises françaises, aux investisseurs étrangers. A cette époque les petits actionnaires en France ont pratiquement disparu. Leur nombre a même été divisé par deux en dix ans, souvent découragé par une fiscalité écrasante. Patrick Artus pour illustrer cette tendance parle alors d'une France « capitaliste sans capital ». En l'absence donc d'un actionnariat français suffisant, les grandes entreprises françaises qui cherchent à se développer sont obligées de se tourner vers ces nouveaux investisseurs institutionnels étrangers, principalement des fonds de pensions américains.

Ils se distinguent alors entre :

- Les investisseurs institutionnels dits « indiciels » (Defined Benefit) qui ont une politique d'investissement diversifier pour minimiser les risques, fonds qui ne cherchent pas à influencer les stratégies des dirigeants français. Ils imposent cependant des « chartes de corporate gouvernance » qui leur assure la transparence et de



communication de l'information financière et de la stratégie d'entreprise ((publications de résultats trimestriels, road shows...), ils sont assimilés à des actionnaires de « long terme ».

- Les investisseurs qui au contraire adoptent une stratégie de surperformance par rapport aux indices. A l'inverse des fonds indiciels, ces fonds limitent leurs investissements à quelques valeurs françaises pour lesquelles ils vont faire pression sur leurs dirigeants en exigeant une extraction de valeur sur le court terme. On qualifie parfois ces fonds « d'activistes », car ils ont tendance à mener des campagnes de communications très actives auprès des autres actionnaires pour influencer les stratégies des dirigeants vers l'extraction de la valeur à court terme. (Ex ; Casino et le fond activiste Muddy Waters ou le fond Elliott et Pernod-Ricard).

En 2001 cette présence importante d'investisseurs étrangers au CAC40, n'a alors pas d'égal dans les autres pays Européens (10% à Francfort, 15% à Londres) ou étrangers (7% à Wall Street). Alain Minc dans une de ses formules qualifiera alors la bourse de Paris de « compartiment valeurs françaises de Wall Street ». Aujourd'hui cette présence étrangère est courante dans toute l'Europe et à l'inverse la France ne fait plus autant rêver les investisseurs étrangers. On comptait début 2001 25% de la capitalisation du CAC40 détenues par des non-résidents, ce chiffre fin 2018 pour une capitalisation autour de 1650 milliards d'euros est de 42% en diminution par rapport aux années 2014\_2016 ou il avait atteint jusqu'à 47%. Selon les chiffres officiels de la Banque de France fin 2017, moins de 30 % des sociétés françaises du CAC 40 aujourd'hui sont détenues a plus de 50 % par des non-résidents. Ce chiffre même s'il est lui aussi en baisse depuis 2013<sup>186</sup>, a tout de même eu un impact important sur la latitude des dirigeants des grandes entreprises françaises et le développement de leur stratégies singulières. Car avec cette transformation de la structure actionnariale française en actionnariat étranger, dispersé et non homogène, se pose aussi la question de la modification du modèle social-démocrate du « compromis français ». En effet avec l'ouverture du capital des entreprises françaises aux investisseurs étrangers, des influences nouvelles sont venues s'ajouter au cahier des charges stratégique du dirigeant de grande entreprise cotée. La notion de capital fixe (cœur

---

<sup>186</sup> Selon l'étude annuelle de la Banque de France en 2013, plus de la moitié des groupes de l'indice sont détenus à plus de 50 % par des investisseurs étrangers, dont 4 à plus de 60 %. Deux secteurs sont détenus en majorité par des actionnaires étrangers : la santé et le secteur « pétrole, gaz et matériaux »

financier) a fait place à celle du capital disponible (actionnariat dispersé), et avec elle c'est la substance de l'entreprise qui se transforme et se financiarise.

- La gestion des liquidités devient le nerf de la guerre pour les dirigeants afin de refléter la meilleure valorisation boursière possible de l'entreprise. Ils mettent en place des stratégies de déconsolidations et d'allègement de bilan financier pour économiser les capitaux (ex ; AccorHotel qui vend ses hôtels),
- La rentabilité financière attendue par ces investisseurs (le fameux dogme du ROE à 15%) pousse les dirigeants français au management par le dénominateur (effet de levier de l'endettement) et l'augmentation des marges par la diminution des coûts avec le transfert du travail de manœuvre dans les pays à bas coûts. (ex : Renault qui se transforme en créateur et assembleur d'automobiles et non plus un constructeur).
- Et dernier point, la rémunération des actionnaires en dividendes et rachats d'actions. Pour la seule année 2018 le CAC40 a distribué 57 milliards d'euros à ses actionnaires.

Le cas de Pernot Ricard résume assez bien le constat que nous faisons jusqu'à présent. Entre 1997 et 2001 le groupe Pernot Ricard est en relative transformation actionnariale, avec une diminution relative de son actionnariat financier (3%) au profit des institutionnels étrangers, mais reste encore considéré comme une structure actionnariale dite patrimoniale traditionnelle (15% d'actionnaires financiers et 17% d'actionnariat de la holding familiale, et 68% de flottant). Depuis cette période l'entreprise s'est acheminée progressivement vers une structure patrimoniale moderniste ce qui a affaibli de façon significative la latitude de son dirigeant. En 2018 l'entreprise Paul Ricard, holding de la famille Ricard, reste le premier actionnaire de Pernod Ricard avec 14,20% mais dispose par ailleurs d'un flottant plus important (85%). En Novembre 2018, le fond Elliot acquiert 2,5% des titres de l'entreprise, son objectif étant de questionner le dirigeant de l'entreprise sur sa performance opérationnelle et financière jugée insuffisante par rapport à la concurrence (Diageo, Campari, Brown Forman etc.) sur dix ans. Il considère que cette sous-performance est liée à une gouvernance d'entreprise inadaptée et à une culture peu ouverte sur l'extérieur. De son côté le P.-D.G. Alexandre Ricard acquiert le soutien du fond d'investissement GBL affirmant de son côté qu'il croit en les valeurs familiales et le plan de création de valeur sur le long terme de l'entreprise. Malgré cela, début Janvier 2019, l'annonce est faite par son dirigeant Alexandre Ricard de la démission de Pierre Pringuet, (ancien directeur général de Pernod Ricard avant de laisser sa place à Alexandre Ricard en 2015), de son poste de vice-président du conseil d'administration du groupe et de son

remplacement par Patricia Barbizet. Début février 2019 pendant la présentation des résultats semestriels 2018-2019, en même temps que « le meilleur semestre en sept ans » son P.-D.G. annonce un plan de réduction des coûts de 100 millions d'ici 2021, qui fera suite à celui de 200 millions toujours en cours et celui de 150 millions lancé en 2015. Il conclura sa communication par « *ces résultats sont le fruit du plan stratégique Transform & Accelerate annoncé en 2018 avant l'arrivée d'Elliott, que je n'ai pas attendu pour améliorer les performances du groupe* » et de rajouter « *cette stratégie est fondée sur une croissance durable* ». Dans l'intervalle<sup>187</sup> tel le paradoxe de l'œuf et la poule, nous pourrions questionner au travers des annonces faites sur les deux sujets d'intérêts majeurs pour le fond Elliott, qui de l'œuf ou la poule est apparu un premier ?

#### 5.2.1.3. Existe-t-il un activisme actionnarial en France ?

En France si l'on s'en tient au concept d'activisme comme synonyme d'engagement des actionnaires à faire entendre leur voix, Il n'existait jusqu'à présent qu'une seule association de défenses des actionnaires minoritaires (ADAM) qui officiait et présidée depuis une trentaine d'année d'existence par Colette Neuville. Jusqu'à présent elle faisait figure d'exception dans le paysage financier car il n'y avait pas à proprement parler d'activisme actionnarial français comme on peut le concevoir dans les pays anglo-saxons (avec les fonds célèbres comme Elliott, Third point, Icahn, Cevian). Pourquoi cela ? un premier élément de réponse se trouve dans la place prépondérante de l'État dans l'Économie pendant de nombreuses années, et avec la privatisation, la mise en place de participations croisées et des droits de vote double qui a rebuté de nombreux investisseurs étrangers. La présence de grandes familles au capital des grandes capitalisations françaises a aussi été dissuasif. Depuis 2013 le hedge fund CIAM (Charity Investment Asset management) créé par deux françaises, fait figure d'exception.

Bien que l'activisme actionnarial « français » soit exceptionnel, on constate néanmoins que les investisseurs activistes anglo-saxons se déplacent en Europe, et ciblent de plus en plus

---

<sup>187</sup> les dirigeants du fond et de l'entreprise se seront rencontrés trois fois en Janvier 2019

d'entreprises françaises. Pour le gendarme de la bourse français l'AMF sera considéré comme activiste toute personne physique ou morale qui aura acquis le minimum de 5% des titres d'une entreprise cotée sur les marchés financiers français. Dans les faits les activistes n'ont pas besoin de détenir un pourcentage aussi élevé de titres pour agir de façon activistes. 1% suffisent. Selon l'étude du cabinet FTI Consulting une dizaine d'entreprises françaises ont été la cible d'activisme actionnariale en 2017 et ce chiffre s'élève à 32 depuis 2010. Et ces fonds d'investissement étrangers ne sont pas nouveaux mais leurs « attaques » ne se limitent plus aux entreprises en difficultés. Selon l'étude récurrente du cabinet Lazard « review of the Shareholder activism Q1 2019 » même si le chiffre 2018 (5 entreprises ont été ciblées<sup>188</sup> dont une seule au CAC40) est en baisse par rapport à 2017 (elles étaient 9), les entreprises françaises doivent dorénavant composer avec ce phénomène et aucune n'est à l'abri. Un analyste juridique commente alors « pendant longtemps les activistes ciblaient principalement les sociétés affectées par des difficultés financières opérationnelles ou stratégiques mais ces dernières années, de plus en plus d'entreprises sont touchées y compris celles qui se pensaient immunisées grâce à leur taille importante, leur bonne santé financière et opérationnelle ou leur structure actionnariale » Leurs noms ? Les cinq plus grands fonds actifs sur les marchés européens et potentiellement en France sont le groupe Elliot avec Paul Singer, ValueAct avec, Cevian, Trian et Third point.

Ces derniers n'hésitent pas à mettre certains groupes français sous pression, se plaignant régulièrement d'objectifs peu ambitieux (Pernod-Ricard), d'offre d'achats sous ou surévaluées (Safran/Zodiac)<sup>189</sup>, ou encore selon eux, d'une gouvernance dysfonctionnelle. Vivendi, Pernod-Ricard, Valeo pour ne citer que les entreprises du CAC40, en ont fait les frais. Et si la majorité d'entre elles sont concernées, seules un tiers pensent avoir l'expertise nécessaire pour y faire face. En effet les pouvoirs financiers et technologiques renforcés dont disposent ces fonds toujours plus puissants, plus le fait qu'ils agissent en « meute » est une vraie source d'inquiétude pour les dirigeants français de moins en moins protégés par leur structure actionnariale. Ces organisations activistes externes à l'entreprise sont aujourd'hui capable de réaliser des études chiffrées très poussées sur la performance de l'entreprise qu'ils vont cibler, ce qui suscite d'autant plus d'inquiétude pour les dirigeants à l'annonce de l'entrée de l'un d'entre eux au capital de leur entreprise.

---

<sup>188</sup> Il s'agit de Pernod Ricard, Scor, Lagardère, Latecoere, Ales Groupe

<sup>189</sup> La valorisation de Zodiac par Safran dans son projet d'OPA puis de fusion est jugée trop élevée par le fonds activiste TCI (The Children Investment Fund), actionnaire d'environ 4% du capital de Safran à l'époque.

## Les dirigeants français ont-ils les moyens de se protéger d'un tel activisme actionnarial ?

En 2018, Valeo, pour faire face aux attaques du fonds activiste Harris Associates entré début 2018 au capital de l'entreprise, s'est adossé à la banque publique BPI France. Dans le but de protéger les dirigeants de Valeo, l'État français au travers de Bpifrance a alors porté sa participation à un peu plus de 7%, (participation directe à 5,2% combinée à une participation de 2,14% de la Caisse des dépôts (CDC)). A ce propos, Michel Albouy (2018) nous appelle à réfléchir sur la meilleure stratégie de défense contre l'activisme « *la meilleure défense ne se trouve pas dans la protection de l'État et le patriotisme économique, mais bien au sein de l'entreprise et de son management : sa gestion doit être irréprochable et ceci est d'autant plus vrai que le capital de l'entreprise est dispersé* »<sup>190</sup>

Par ailleurs l'exemple de la fusion avortée de Safran et Zodiac nous montre qu'une nouvelle tendance émerge de l'activisme actionnarial anglo-saxon : leur capacité à bloquer les rapprochements nationaux. Car au lieu de leur stratégie classique et habituelle qui consiste à acheter une participation dans la cible et à presser l'acheteur à payer plus, les activistes font maintenant valoir que l'acheteur est « trop disant » et devrait annuler leur acquisition. Devons-nous voir dans cette nouvelle tactique activiste une façon pour les fonds américains de s'immiscer dans les affaires économiques françaises et européennes et potentiellement d'affaiblir les entreprises en les isolant de leur capacité à se renforcer face à la concurrence mondiale ?

Ces exemples nous rappellent que la présence grandissante des investisseurs implique que les dirigeants français comptent avec ces acteurs du marché et organisent en conséquence les changements stratégiques qui s'imposent. A ce propos le cabinet AlixPartners a mené une étude sur une population de 500 dirigeants de sociétés cotées au Royaume-Uni, en France, en Allemagne et en Italie. Interrogés sur le sujet de l'activisme, la perception des dirigeants face à l'augmentation de ce phénomène est un mélange de déni (beaucoup pensent que cela est limité au CAC40 ou aux très grandes entreprises cotées) et d'inquiétudes. Alain Guillot, Directeur Général d'AlixPartners France, souligne qu'« *Il est important de noter que les stratégies activistes sont rarement construites autour d'éléments n'étant pas sous le contrôle direct de l'équipe dirigeante de l'entreprise. Ces approches se concentrent systématiquement sur les cinq*

---

<sup>190</sup> <https://theconversation.com/menaces-des-fonds-activistes-les-cas-danone-et-vivendi-94864>

*thèmes clés précédemment évoqués : Core vs non-core, Cost savings, Cashflow, Capital structure et Corporate governance. Une attention rigoureuse sur ces « 5C » est donc essentiel pour prévenir efficacement une menace activiste ».*

Pour autant « *La France reste un marché compliqué : une grande part du capital des entreprises est détenue par des actionnaires de contrôle ou de référence. Pour un activiste, c'est encore pire quand l'État est actionnaire. La pratique des droits de vote double peut, dans certains cas, également être dissuasive* », souligne un associé d'un grand cabinet juridique. Cela montre aussi qu'en France les mécanismes existants s'ils ne permettent pas d'empêcher l'activisme sont du moins dissuasif et permettent pour la plupart de tenir à distance les fonds qui souhaiteraient agir de façon hostile.

Les mécanismes de protection des entreprises et de leurs dirigeants en France existent depuis 1966. Ils ont été modifiés à plusieurs reprises et notamment avec la directive européenne de 2004 sur la protection anti-OPA, dont l'objectif était de fixer un cadre communautaire aux offres publiques et surtout de favoriser le libre « jeu » des OPA en Europe. Elle a cependant permis aux États membres d'adopter des systèmes aux règles de marché à géométrie variable. Pour le cas qui nous intéresse, en France l'émanation directe de cette directive dans la réglementation a résulté de la possibilité pour les entreprises de faire jouer des défenses préventives. C'est par exemple l'adoption de la loi Florange promulguée au printemps 2014 et qui renforce certains dispositifs protecteurs d'offres hostiles : droit de vote double systématisé pour les actionnaires de plus de deux ans, abandon de la neutralité de principe du conseil, avis obligatoire renforcé du CE avant toute offre.

L'objet de notre recherche n'est pas de faire la liste exhaustive de tous les mécanismes et outils juridiques protecteurs des entreprises et des entreprises françaises en particulier (ce que l'on a appelé pendant longtemps les « poison pills », les pilules empoisonnées). Des études régulières menées notamment par des grands cabinets juridiques comme Bredin Prat ou Herbert Smith Freehills permettent d'identifier les dispositifs le plus souvent utilisés par les entreprises et en l'état pour notre sujet, celles du CAC 40.

Pour autant, nous pouvons relater plusieurs outils récents qui permettent aux dirigeants d'entreprises françaises de conserver aujourd'hui encore une certaine latitude stratégique, objet de notre questionnement avec par exemple ;

- Depuis 2006, les "bons Breton" ou bons d'offres constituent une arme de dissuasion destinée à atténuer le caractère hostile d'une l'offre par la négociation sur les prix. Ce mécanisme permet à l'entreprise, en cas de prise de contrôle inamicale, d'émettre gratuitement des bons de souscription d'actions (BSA), dits "bons Breton" vers ses actionnaires. L'émission de ces bons permet aux actionnaires choisis de souscrire à un prix préférentiel à des actions supplémentaires augmentant ainsi et mécaniquement le coût d'acquisition de l'entreprise pour l'offrant. Air liquide qui avait tout d'abord écarté cette forme de protection, a finalement changé de stratégie lors de son assemblée générale du 7 mai 2008. Le groupe, dont une grosse partie du capital est composé d'actionnaires individuels, a adopté ce dispositif anti-OPA. Benoît Potier, son P.-D.G. avait alors justifié sa décision suite à « des changements intervenus dans les formes d'actionariat et de capitalisme ».

Pour autant en 2018, les entreprises du CAC 40 ne manifestent qu'un intérêt limité pour ce dispositif dans la mesure où en 2018 seulement 7,5% d'entre elles ont choisi de les adopter, contre 20% en 2011. Dans les faits, et depuis leur création en 2006, seule la Foncière Paris France, a tenté en 2011 de mettre en œuvre ces bons, alors qu'elle est confrontée à une offre non sollicitée et initiée par PHRV. Cette résolution sera rejetée en assemblée générale. Aujourd'hui seules Bouygues, Accor et Peugeot ont mis en place ce système, qui au demeurant est plutôt mal reçu par les actionnaires et n'a par exemple été voté qu'à 53% durant l'AG d'Accor.

- Les droits de vote doubles représentent un autre mécanisme de plus en plus utilisé pour contrer l'activisme actionnariale. Et ceci n'est pas spécifique à la France, il n'y a qu'à voir les deux introductions au marché début 2019 de Uber et Lyft. En pratique, le double droit de vote est utilisé comme dispositif de fidélisation et de stabilisation de l'actionariat. Ils permettent d'accroître l'influence des actionnaires "historiques" dont l'engagement sur le long terme constitue la garantie d'un financement pérenne et d'une stratégie créatrice de valeur.

A l'inverse les entreprises cotées peuvent décider de limiter le nombre de droits de vote susceptibles d'être exercés par un actionnaire indépendant et ceci indépendamment du nombre d'actions détenues par ce dernier. Ceci est le cas par exemple pour le fond Blackrock qui détient de nombreuses participations autour de 5% et plus dans le CAC40 mais avec bien souvent une limite en termes de droits de vote.

- L'aspect multi-juridictionnel d'une entreprise peut aussi constituer une défense pour le dirigeant dans la mesure où il rend complexe le droit applicable à l'offre. Nous le verrons juste après dans la partie sur la gouvernance, cet outil permet d'envisager le choix de la localisation de l'entreprise (ou d'une de ses filiales) selon que le problème soit le degré de protection contre une OPA hostile ou à contrario faciliter une offre. Notons qu'au niveau européen il n'existe pas encore d'harmonisation sur le principe de liberté contractuelle et de responsabilisation du management, élément qui d'une part favorise ces montages et par ailleurs reste l'apanage des actionnaires et qui pousse quand qu'il en soit le dirigeant vers la création de valeur en priorité pour l'actionnaire.

Il existe encore et entre autres de nombreux moyens comme les clauses de changement de contrôle avec l'exigibilité d'un financement (pour éviter les LBO) ou encore l'annulation de contrats en cours avec des clients ou fournisseurs (comme c'est le cas pour Bouygues pour lequel tout changement de contrôle résulterait dans l'annulation de l'autorisation d'exploiter le service de télévision ou du réseau téléphonique en France).

Dans les faits l'efficacité de ces mécanismes doit être considéré dans des combinaisons d'outils qui demandent beaucoup de temps, d'énergie, d'argent avec le risque avéré de distraire le dirigeant de son rôle de leader stratégique de l'entreprise. Seule la forme sociale de la société en Commandite par actions offre à son dirigeant une protection totale, c'est celle de Michelin et Hermès International aujourd'hui.



#### 5.2.1.4. L'actionnariat salarié et l'actionnariat de référence comme nouvel instrument de stabilité du capital

Nous l'avons vu ce qu'un des éléments qui a ébranlé la latitude du dirigeant dans le temps, c'est l'ouverture du capital des grandes entreprises aux capitaux financiers (et surtout les capitaux américains) et la forme d'instabilité permanente de l'actionnariat, qui en a résulté. Nous le constatons aussi les formes de protection mises en place par les dirigeants pour se prémunir d'offre publique non amicales, ont fait réagir très négativement les actionnaires quand ils ne les font pas fuir. Ces mécanismes n'ont pas permis de se concentrer sur l'objectif fondamental de l'entreprise, la création de la valeur et sa pérennisation dans le temps, mais on inscrit une certaine forme de défiance dans les relations des dirigeants et investisseurs (porté aussi par la théorie de l'Agence et les principes d'asymétrie d'information et des intérêts divergents entre acteurs). Aussi depuis quelques années, des moyens plus constructifs et participatifs dirons-nous, ont été recherchés par les dirigeants pour restaurer la confiance avec les investisseurs et surtout permettre de se concentrer sur l'objectif premier du dirigeant ; à savoir sortir de la pression court termiste des marchés et développer des stratégies de moyen et long terme en stabilisant son actionnariat, sur le même terme. Et dans cet exercice nous voyons bien que les dirigeants souhaitent retrouver une certaine forme de relation humaine et de communication avec des acteurs référents et identifiés avec qui ils pourront partager la vision et les stratégies singulières et non des actionnaires « coup de vent » et matérialistes. En 2015, Hatchuel (2015) explique<sup>191</sup> dans le Monde qu'au Japon, le constructeur automobile Toyota, a une nouvelle fois innové en émettant des actions de classe A, actions dites « de long terme » (illiquides durant 5 années) et disponibles seulement sur le marché financier japonais. L'objectif est tout à fait transparent selon lui « *Toyota ne cache pas que les particuliers japonais désireux de soutenir l'entreprise sont visés par cette offre, et non pas les fonds d'investissement avides de liquidité et de rendements élevés* ».

Nous voyons donc que les entreprises et leurs dirigeants cherchent dorénavant à « responsabiliser » les citoyens mais aussi dans de nombreux cas à leurs employés au travers

---

<sup>191</sup> [https://www.lemonde.fr/economie/article/2015/06/23/pour-innover-toyota-invente-l-action-de-long-terme\\_4660006\\_3234.html](https://www.lemonde.fr/economie/article/2015/06/23/pour-innover-toyota-invente-l-action-de-long-terme_4660006_3234.html)

d'initiatives d'actionnariat salarié (c'est le cas de Danone avec son programme « One voice, one share »), au futur de l'entreprise.

En France, dans le journal économique Les Échos<sup>192</sup>, Martin Bouygues (P.-D.G. du groupe du même nom), se félicite de l'adoption en Avril 2019, par le parlement français du plan d'action pour la croissance et la transformation des entreprises (dit « loi PACTE ») et de son volet fiscal. Concrètement et en particulier, il se félicite que cette loi propose dorénavant de diffuser l'intéressement et la participation à l'ensemble des entreprises françaises en supprimant le « forfait social » (cela sera surtout bénéfique pour les PME et TPE pour lesquelles seulement 16% d'entre elles avaient un tel dispositif en place avant). Le dispositif de l'actionnariat salarié (ou épargne salariale) n'est pas nouveau en France. Il a été mis en place au sortir de la seconde guerre mondiale par le général de Gaulle déjà soucieux d'associer les salariés à la vie financière et aux résultats de leur entreprise, mais dans les faits le mécanisme était peu utilisé. Selon Martin Bouygues, la loi PACTE dans ses différents volets (incluant l'actionnariat salarié) entérine la reconnaissance de l'engagement partenarial de l'entreprise dans l'Économie et dans la Société d'aujourd'hui.

Ce nouveau dispositif réhabilite d'une certaine façon l'image de l'entreprise mais aussi celle l'actionnariat comme « valeur », et par là même permettra peut-être de réconcilier les Français et les employés avec leurs entreprises. Il n'hésite pas à qualifier l'enjeu ; « *L'actionnariat salarié est définitivement un élément structurant du capitalisme moderne* ».

L'actionnariat salarié est un élément structurant à double titre.

- Tout d'abord dans une économie où la valeur humaine s'est transformée en une variable déshumanisée d'ajustement de coûts, l'actionnariat salarié permet à la fois de remettre l'humain au centre de la création de la valeur et de son partage, favorisant à la fois la motivation, l'engagement.

---

<sup>192</sup> <https://www.lesechos.fr/idees-debats/cercle/martin-bouygues-lactionnariat-salarie-un-element-structurant-du-capitalisme-moderne-1013871>

- Mais aussi et surtout il permet à l'entreprise de considérer la fidélisation des compétences et de l'expérience dans un marché en pénurie croissante dans certains secteurs.

Pour toutes ses raisons, le groupe Bouygues précurseur en la matière depuis 1969<sup>193</sup>, et aujourd'hui regardé comme une référence en la matière, un exemple à suivre, avec une part d'actionnariat salarié qui représente 19% du capital et 26% des droits de vote de l'entreprise. Il détient la première place du CAC40 sur ce sujet précis.

L'objectif que s'est donné l'État français avec une telle loi ? faire que 10% du capital des entreprises françaises soit détenu en d'actionnariat salarié à un horizon 2030. Et selon les derniers chiffres fournis par la Fédération Européenne de l'actionnariat salarié (la FEAS) avec 3,2 millions d'employés actionnaires de leurs entreprises, la France se trouve en 2018 en tête de l'épargne salariale en Europe devant le royaume Uni (2 millions) et l'Allemagne (700 mille)<sup>194</sup>. Et même si jusque-là, la France avait fait le choix de réduire la dépense publique et d'encourager la consommation des ménages, en sacrifiant les incitations à l'épargne et à l'actionnariat salarié, le nouveau cadre dessiné par la loi PACTE, a permis un rebond du taux de démocratisation de l'épargne salarial français qui représente aujourd'hui 5% du capital des entreprises françaises (p 69).

Le principe de l'actionnariat salarié n'est pas nouveau, cependant Emmanuel Faber (Danone) qui vient de mettre en place en 2018 le programme "**Une personne, une voix, une action**", relance le principe fort de la nécessaire réconciliation de l'entreprise avec ses employés. Ce programme permet à chacun des 100.000 salariés du groupe de recevoir une action assortie d'un mécanisme d'intéressement et par là même de participer à l'agenda stratégique, ainsi qu'à la construction de la vision stratégique de Danone à l'horizon 2030. Emmanuel Faber interrogé par les journalistes commente à ce propos *« en rendant tous les salariés coactionnaires de l'entreprise, nous mettons fin au mode de décision pyramidal, où les choix venus d'en haut ne correspondaient pas forcément à la situation ou aux besoins locaux. Grace à leurs propositions, nous pourrons adapter nos objectifs à la réalité. »*.

<sup>193</sup> Cette politique a été mise en place en interne, il y a une cinquantaine d'année après les ordonnances de 1967 sur la participation.

<sup>194</sup> Est disponible Sur le site de la FEAS, le recensement économique annuel de l'actionnariat salarié dans les pays européens : <http://www.efesonline.org/Annual%20Economic%20Survey/2018/Recensement%202018.pdf>, page 70.

Oudéa (Société Générale) envisage de son côté de relancer son plan mondial d'actionnariat salarié (aujourd'hui les employés sont les premiers actionnaires devant le fond d'investissement BlackRock)

Sauf en France où la loi PACTE rend obligatoire maintenant le « profit-sharing » il n'est le fait que d'un très petit nombre d'entreprises en Europe. Il représente moins de 7% de toutes les entreprises cotées (hors France). Le chemin est encore long mais permet au dirigeant de reconstruire une certaine stabilité et un engagement du contre-pouvoir dans l'entreprise (au demeurant qu'il lui faut accepter), sur une stratégie moins courte termiste.

Donc compter des actionnaires stables est important pour retrouver la latitude indispensable à la mise en place de stratégies de long terme mais aussi pour un meilleur équilibre entre valeur actionnariale et partenariale. L'actionnariat de référence dans son capital est aussi un gage de stabilité de l'actionnariat qui permet au dirigeant de conserver sa latitude. Comment cela se joue-t-il en France pour les dirigeants du CAC40 ?

### 5.2.2. L'évolution de la gouvernance et du « code de bonnes pratiques » des entreprises cotées en France.

Nous allons voir comment les thèmes de l'OCDE que nous avons évoqué plus haut se retrouvent dans les codes de gouvernances et les lois françaises et peuvent influencer la latitude décisionnelle du dirigeant du CAC 40 en France, mais en préambule, il paraît important de connaître les structures juridiques qui font les entreprises du CAC40 et qui participent de la latitude décisionnelle d'un point de vue légal.

#### **Structure juridique des entreprises et latitude des dirigeants en France**

En 2018 en France, les entreprises de l'indice CAC40 présentent un panel de structures juridiques variées dont la souplesse de certaines formes peut facilement exonérer les dirigeants des contraintes inhérentes à la gouvernance en général.

Il existe tout d'abord le format dominant de la Société Anonyme. A la fin 2018, on compte 30 S.A au CAC40. En France, les structures de division de la propriété et du management sont représentées depuis longtemps dans la forme juridique de la responsabilité limitée. Avec la forme juridique de la société anonyme introduite dans les années 1860 (1863,1867), l'entreprise obtient de l'État français la flexibilité de transformer sa structure de propriété et d'introduire l'actionnariat comme source de financement pour son développement. C'est le cas par exemple de l'entreprise Air Liquide dès 1991, et qui souhaitant se développer à l'international, s'introduit en bourse en 1913. Son dirigeant qui souhaite alors garder une grande latitude d'action vis-à-vis des actionnaires décide dès le départ de privilégier les investisseurs « individuels ». C'est encore aujourd'hui la seule entreprise du CAC40 dont les investisseurs individuels représentent 410,000 personnes soit environ 30% de l'actionnariat total (Bertrand Collomb, 2010).

On y trouve aussi le format de la société en commandite par actions (Michelin, Hermès International), qui, offre à son dirigeant « le gérant commandité » une grande latitude décisionnelle puisque les statuts stipulent qu'il devra être choisi parmi les commandités et qu'il

ne pourra être révoqué qu'avec l'accord de tous les associés commandités. En retour ce format juridique impose une responsabilité illimitée sur les biens propres des commanditaires, ce qui incite à une gestion stratégique long-termiste relativement similaire au mode de gestion que l'on connaît dans les entreprises familiales, qui elles ont un souci de transfert patrimonial. C'est d'ailleurs le format qui est choisi par Hermès International et Michelin deux entreprises familiales historiques.

Le CAC40 Juin 2018, est par ailleurs constitué de six sociétés européennes (Airbus, Atos, Capgemini, LVMH, Schneider Electric et Unibail-Rodamco-Westfield), statut juridique né du droit communautaire, qui a vu le jour en 2004, et qui a ceci d'intéressant qu'il permet, dans les faits, de s'affranchir d'un processus français contraignant (dissolution et recréation d'entreprise) pour transférer le siège d'une société au sein d'un autre pays membre de l'Union Européenne. Unibail-Rodamco l'a fait en 2009, Atos en 2012, LVMH et Schneider-Electric en 2014, Airbus Group en 2015. Le groupe Capgemini, dont les statuts viennent d'être modifiés plus récemment, au travers de son dirigeant, expliquait que « *Le motif de cette transformation est de traduire la dimension internationale et européenne du groupe Capgemini (le « Groupe ») dans sa forme juridique* ». Plus concrètement cette forme juridique permet aux entreprises françaises de limiter l'impact de la réglementation française et du code de gouvernance qui pourraient s'avérer inutilement intrusifs en comparaison des lois européennes.

Enfin le CAC40 possède une NV Hollandaise (STMicroelectronics) et une PLC anglaise (TechnipFMC).

Ces sociétés sont donc à quelques exceptions près des sociétés de droit français et à ce titre, quelle que soit leur forme juridique, elles doivent choisir un mode de gouvernance. Comme le rappelle le Code AFEP-MEDEF (dont nous donnerons plus de détail en aval) : « *Le droit français offre la possibilité de choix entre la formule moniste (Conseil d'administration) et la structure duale ou dissociée (directoire et Conseil de Surveillance) à toutes les sociétés* ».

Ce concept de la dissociation est anglo-saxon. En France le choix d'une structure dissociée est principalement motivé :

- Pour les entreprises « binationales » comme Technip, Unibail, Airbus etc... par le désir de mettre en adéquation la structure française avec modèle de gouvernance étranger,

- Pour les entreprises familiales (Michelin, Hermès International, Publicis, Solvay) ou avec participation de l'État (Engie, PSA, Safran) , par le choix de disposer d'un contrôle pour l'actionnaire de référence.
- Par simple volonté idéologique comme c'est le cas pour Sanofi ou AXA.

Dans les faits ce choix de structure nous permet d'envisager la latitude stratégique sous l'angle :

- Du dirigeant : cette dissociation des fonctions est souvent justifiée comme une transition en termes de management, et la réunification intervient ultérieurement pour asseoir l'autorité du DG.
- Des investisseurs institutionnels : qui considèrent que la présence de l'ancien P.-D.G., dans le rôle de Président ne permet pas une latitude franche du nouveau DG.

Même si la dissociation ne fait pas l'unanimité dans les gouvernances d'entreprises françaises, pour autant une étude de l'AGEFI publiée en 2017, confirme que depuis 2016, la proportion des entreprises du CAC40 à gouvernance dissociée reste stable à 47,5% (19/40).<sup>195</sup>

### **La gouvernance et le mode de contrôle du dirigeant de la grande entreprise cotée française.**

L'objectif ici est de montrer comment dans la gouvernance, la notion de contrôle du dirigeant de grande entreprise cotée française a évolué dans le temps. Pour se faire, il nous faut retourner dans l'histoire pour comprendre comment les codes de gouvernance se sont développés en France et ont impacté la latitude décisionnelle (ou pouvoir exécutif au sens de Gomez, 2018) du dirigeant aujourd'hui.

Pour rappel donc, la conception originelle de la gouvernance d'entreprise n'est pas nouvelle et est d'inspiration anglo-saxonne. Ce thème de la gouvernance et de son impact sur la mise en œuvre de stratégies par le dirigeant d'entreprise cotée, est un thème de recherche académique largement discuté. La gouvernance est envisagée très tôt par Adam Smith (1776) dans « la Richesse des Nations ». L'auteur cherche alors à comprendre comment résoudre le problème de séparation entre la fonction de propriété (les actionnaires) et la fonction de direction, né de

---

<sup>195</sup> Selon une étude *Etude de la gouvernance des sociétés du CAC40 menée par l'AGEFI et publiée en Septembre 2017*

l'apparition de la délégation du management des entreprises, à des experts techniques. Plus tard ce sont les travaux de Berle et Means (1932) sur la « révolution managériale » qui adressent à nouveau cette problématique. Les auteurs questionnent encore une fois la relation entre les deux figures représentant la séparation des pouvoirs ; les actionnaires et les dirigeants. Du fait notamment de l'asymétrie d'information ou même d'une potentielle divergence d'intérêts entre les parties, cette séparation pourrait engendrer une relation conflictuelle entre le principal (les actionnaires) et son agent (le dirigeant) (Berle & Means, 1932). D'un côté les actionnaires cherchent à maximiser la valeur de leur investissement dans la firme, tandis que de l'autre, les dirigeants poursuivent des objectifs plus personnels tels que l'augmentation de leur richesse ou leur prestige (Galbraith, 1967). Cette divergence d'objectifs entre les parties et le caractère opportuniste de l'agent, pourrait donc entraîner des divergences dans les décisions sur l'orientation stratégique de la firme.

Aussi cette relation sera définitivement clarifiée dans l'article de Jensen et Meckling (1976) considéré comme la contribution fondatrice de la gouvernance des entreprises (Caby et Hirigoyen, 2000). Dans la théorie de l'agence, qui privilégie l'étude des nœuds de contrats qui fondent l'entreprise, les auteurs définissent alors les modalités de résolution du problème liés aux coûts d'agence<sup>196</sup>. Ces coûts sont engendrés par les conflits d'objectifs entre propriétaires et dirigeants et impactent directement et négativement la création de valeur pour l'entreprise. (Jensen et Meckling (1976). Ils doivent à tout prix être minimisés, et l'un des points saillants de cette théorie se trouve dans la gestion de l'opportunisme du dirigeant par un processus d'alignement des intérêts de ce dernier sur ceux des actionnaires.<sup>197</sup>

La lecture de Gomez (2013, 2018) nous permet de comprendre que dans l'histoire des entreprises, l'évolution de la latitude décisionnelle (ou comme il le qualifie de pouvoir exécutif) des dirigeants (que l'on retrouve dans la gouvernance), est un processus qui trouve son origine dans la gestion de l'espace discrétionnaire accordé au dirigeant. Cet espace discrétionnaire

---

<sup>196</sup> « Agency costs are the sum of the costs of designing, implementing, and maintaining appropriate incentive and control systems and the residual loss resulting from the difficulty of solving these problems completely » Jensen et Meckling (1976)

<sup>197</sup> Il est important de noter ici que trois principaux courants de recherche vont s'efforcer d'enrichir et de dépasser cette approche fortement imprégnée de l'idée d'un rapport de forces entre agent et principal avec un aspect très opportuniste du dirigeant et justifiant une finalité disciplinaire forte de la gouvernance.

Ce sont les approches

- Partenariale qui considère le rôle des parties prenantes autres que les actionnaires,
- Cognitiviste et conventionnaliste qui proposent conjointement un réexamen de la finalité disciplinaire de la gouvernance.
- De l'intendance qui questionne l'hypothèse d'opportunisme qui sous-tend l'ensemble de l'édifice théorique et empirique de la théorie de l'agence.



amène à une diversité de régimes qui réduit alors la gouvernance à un mode de gestion de l'opposition de principe entre dirigeant et actionnaires.

Selon lui, le pouvoir discrétionnaire des dirigeants relève en partie de l'histoire mais aussi et surtout des contenus juridiques qui sous-tendent sa latitude décisionnelle. En d'autres termes les types de pouvoir de direction institutionnalisés en fonction du caractère de la justification des décisions et de leur contrôle, permettra de connaître la latitude décisionnelle d'un dirigeant. Le pouvoir discrétionnaire par exemple se caractérise par l'absence de nécessité de rendre des comptes. Dans la motivation et le contrôle de la décision, c'est la légitimité du dirigeant et la licéité des décisions qui justifient la latitude décisionnelle. Le pouvoir souverain est une forme plus atténuée du pouvoir discrétionnaire dans le sens où si les décisions doivent être explicitées, elles n'ont pour autant toujours pas la nécessité d'être contrôlées ; Le pouvoir contrôlé est alors la forme extrême et totalement opposée au pouvoir discrétionnaire dans le sens où toute décision du dirigeant doit être motivée et sera contrôlée. Gomez (2013) ajoute que les formes de la latitude décisionnelle du dirigeant seront nuancées par « le contexte social, le marché, l'opinion ou les jeux d'acteurs »... « combinaison qui définit le jeu de son autorité ». Et c'est d'ailleurs sur cette base qu'il rectifie l'illusion du concept de la « bonne gouvernance », quand la réalité se veut plutôt une gouvernance « raisonnable » qui « adapte le régime au contexte économique pour assurer la continuité de l'entreprise » (2018).

En France, il faut attendre le contexte des privatisations successives et de façon plus pressante la globalisation financière des années 90, pour que le sujet du contrôle du dirigeant et plus largement le concept de la gouvernance, deviennent central.

**Les codes de conduite** ont été définis au niveau européen comme « *un accord ou un ensemble de règles qui ne sont pas imposées par les dispositions législatives, réglementaires ou administratives d'un État membre et qui définissent le comportement des professionnels qui s'engagent à être liés par lui en ce qui concerne une ou plusieurs pratiques commerciales ou un ou plusieurs secteurs d'activité* ». La question de la gouvernance « à la française », est alors introduite par les codes émis par les associations du patronat français (MEDEF et AFEP) qui doivent répondre à cette double argumentation théorique et empirique que nous avons relevée plus haut. Elles doivent faire preuve d'adaptation à ce changement de leur structure actionnariale et proposent un code de bonne pratique, suivant la définition européenne et inspiré de la soft law anglaise, code non contraignant mais avec une portée normative et éthique importante et impactant pour l'image des entreprises et de leurs dirigeants. Le modèle de la

gouvernance des entreprises françaises est ainsi médiatisé par les premiers rapports Vienot de 1995, et 1999, puis le rapport Bouton de 2002, les Recommandations sur le gouvernement d'entreprise de 1998, 2004, 2010, 2011, les révisions de 2013 et 2016 du Code de gouvernement d'entreprise des sociétés cotées de l'AFEP et du MEDEF<sup>198</sup>. Au total entre 1995 et 2018, la France, publiera 7 codes de gouvernance. Les codes reposent à chaque fois sur cinq piliers fondamentaux décrits par ses textes : « *l'exigence de la performance sur le long terme, le lien nécessaire entre la rémunération de travail accompli et le risque pris, la transparence, la responsabilité, et une association de tous ceux qui participent* ». Les entreprises cotées décident d'y adhérer de façon volontaire.

Il est à noter qu'en 2018, 5 des entreprises du CAC40, ne suivent pas ce code, mais le code de référence de leur siège social. Il s'agit de

- Airbus Group qui suit le « Dutch Corporate Governance Code »
- ArcelorMittal qui suit le « Ten Principles of Corporate Governance of the Luxembourg Stock Exchange »
- LafargeHolcim qui suit le « Code Suisse de Bonnes Pratiques pour le Gouvernement d'Entreprise »
- Solvay qui suit le « Code Belge de Gouvernement d'Entreprise »
- Et enfin, TechnipFMC qui suit « UK Companies Act »

Le code de gouvernance présente nous l'avons dit, une certaine forme d'originalité puisqu'il repose sur une technique juridique que nous pourrions qualifier de pragmatique. Il se distingue par l'absence de l'intervention étatique, mais repose sur une portée normative, et d'image pour l'entreprise en même temps qu'elle revêt un caractère non obligatoire. C'est un code de « bonne conduite » et de bonne pratique des affaires, qui permet dans un format de « soft law » de s'adapter à la diversité des entreprises et de leur modèle. Pour autant son objectif empirique de répondre aux nombreux scandales financiers qui ont jalonné l'histoire économique des entreprises, semble comporter encore de nombreuses limites, avec la crise financière de 2008.

Début 2009, devant un parterre de dirigeants, Christine Lagarde, alors ministre de l'Économie, avait alors commenté à propos du code de gouvernance des entreprises « *c'est un difficile*

---

<sup>198</sup> Dans les faits la France est dotée de deux codes de gouvernance. Le premier est celui de l'AFEP-MEDEF qui est consacré aux grosses entreprises du CAC40. Un second, le code Middenext est adapté aux petites et moyennes entreprises, à leur taille, la structure de leur capital et leur histoire

*équilibre entre de simples recommandations, sans fixer de normes, d'obligations, ni de sanctions et loi* ». Et d'ajouter « *Si les règles d'autodiscipline ne s'avèrent pas suffisantes ou si les circonstances le justifient, l'État interviendra* », Et dans l'intervalle, le législateur sera mobilisé, car l'exercice est et reste effectivement un « difficile équilibre ». En 1982 Les lois Auroux sur la prise en compte du point de vue de l'une des parties prenantes, les salariés et leurs représentants, en 1993 avec la loi Sapin 1 à la prévention de la corruption et la transparence de la vie économique, en 2001 avec la loi sur les nouvelles régulations économiques (NRE), en 2003 avec la loi de sécurité financière (LSF), en 2005 avec la loi pour la confiance et la modernisation de l'économie, en 2008 avec la loi portant diverses dispositions d'adaptation du droit des sociétés au droit communautaire (DDAC) ou encore récemment en 2016 avec la loi Sapin 2 relatives à la prévention de la corruption et la transparence de la vie économique<sup>199</sup> et en 2018 la Loi Pacte, qui vient d'intégrer la notion d'intérêt social et de la raison d'être des entreprises, à la mesure de la performance de l'entreprise. Autant d'interventions par la loi qui auront permis à l'État français de réglementer de façon plutôt détaillé (si l'on compare aux britanniques par exemple) le mode de fonctionnement des entreprises et d'y inclure une certaine forme de tradition française « du compromis social ».

Nous voyons donc qu'en l'état, le développement de la gouvernance des entreprises en France depuis la fin des années 90, a été la combinaison à la fois d'une logique d'autorégulation volontaire ou imposée (les codes MEDEF/AFEP) et d'une législation française comparable aux meilleurs standards européens et internationaux. Cette forme de co-régulation juridique est celle que l'État a encouragé tout en y participant. Pour autant, ceci veut-il dire que jusque-là en France, le mode de gouvernance de l'entreprise moderne n'avait jamais été envisagé ou n'avait jamais posé problème ?

En France, le concept de gouvernance apparaît avec l'héritage historique et juridique de la loi de 1867 qui donne à l'entreprise sa forme d'abstraction légale (Gomez, 2003), appelée la société ou « personne morale ». Elle y organise une gouvernance que l'on pourrait qualifier de « démocratie représentative » comparable aux principes de la démocratie politique. Elle participe de l'idée que la souveraineté populaire est incarnée dans l'entreprise par l'assemblée générale des actionnaires qui élit le conseil d'administration et en cascade son dirigeant. Seul bémol, il n'existe pas pour les actionnaires, la possibilité de choisir entre plusieurs « candidats » dirigeant, comme pour l'élection d'un représentant politique, cet exercice relevant de la

---

<sup>199</sup> Entrée en vigueur en juillet 2017 et modifiant la loi Sapin 1 de 1993.

responsabilité du conseil d'administration qui fait un choix en tant que représentant des actionnaires et décide de proposer au vote le candidat sélectionné (Collomb et Drancourt, 2010, p195, 196).

Donc si le concept de la gouvernance n'est pas un sujet d'actualité avant les années 1990, c'est en grande partie parce que dans l'histoire et l'origine du capitalisme français, la grande entreprise a pendant une très longue période été une « *affaire de famille* », où son gouvernement reproduit le modèle familial fondé sur l'autorité du père, la légitimation par le droit de succession et l'appartenance au groupe clanique comme modalité d'adhésion » (Gomez,2003). Dans ce format d'entreprise, la latitude décisionnelle du dirigeant est à la mesure de l'espace discrétionnaire qui lui est donné, elle est très étendue. Cette légitimité est tout de même bornée par les responsabilités et devoirs moraux qui incombent au dirigeant, ceux d'être un patron bienveillant avec ses employés et d'agir en bon « père de famille » pour une gestion pérenne de son entreprise. Et cette légitimité ne sera pas remise en question par le modèle de la grande entreprise des années 1930. Car même si la distinction entre propriétaires et managers s'établit peu à peu, elle ne permet pas de créer un contre-pouvoir suffisant à l'expertise technique apportée par ces nouveaux dirigeants « sachants » qui réclament le même pouvoir discrétionnaire pour servir les intérêts de l'entreprise. La loi de 1966 va d'ailleurs dans ce sens.

Dans le temps le pouvoir discrétionnaire se transforme en pouvoir souverain, influencé par l'interventionnisme d'État créé par les années d'unité modernisatrice, le déploiement des dirigeants d'atout « État » dans les grandes industries françaises et le financement des entreprises par les « cœurs financiers ». Nous le disons plus haut, en France donc, il faut attendre le contexte des privatisations successives et de façon plus pressante la globalisation financière des années 90 pour que le sujet de la gouvernance devienne un enjeu de la latitude décisionnelle du dirigeant.

Car c'est la désintermédiation bancaire, la remise en question cœurs financiers et l'internationalisation croissante des entreprises françaises qui précipite le débat sur la propriété privée des moyens de production.

En s'ouvrant, dans la période 1997\_2001 aux investisseurs institutionnels étrangers (et surtout États-Uniens), la grande entreprise cotée française favorise l'institutionnalisation croissante du principe de la gouvernance anglo-saxonne. Le pouvoir souverain du dirigeant est

irréremédiablement remis en cause par cet événement. (Qui au demeurant ne se résume pas à la France, mais est relayé dans toute l'Europe).

Et avec ces nouveaux investisseurs institutionnels les principes développés par Jensen et Meckling (1967) vingt ans plus tôt, pénètrent les codes de gouvernance des entreprises françaises pour imposer la transparence (Disclosure et road show font leur apparition), le contrôle du dirigeant (à postériori) et une séparation claire des rôles et responsabilités des organes de gouvernance. Et dans ce mouvement de balancier, d'un dirigeant au pouvoir discrétionnaire, puis souverain, le dirigeant de grande entreprise cotée, se retrouve soudain contrôlé par un groupe qu'il ne peut plus identifier clairement « l'actionnariat de masse » et ses représentations institutionnelles. « *La forme contrôlée du pouvoir du dirigeant apparaît alors comme la forme idéale du bon gouvernement* » (Gomez, 2003). Bertrand Collomb (P.-D.G. de Lafarge entre 1989\_2003) interrogé en 2014, sur ce sujet explique parfaitement avec ses mots, le changement de balancier, qui s'est opéré « *Quand j'étais dirigeant de Lafarge je notais chaque jour tout ce que je faisais et j'avais pris l'habitude tous les 6 mois de regarder après coup à quoi j'avais passé mon temps. C'était très intéressant de voir l'évolution des choses en particulier le temps consacré aux rapports avec les actionnaires. Il a considérablement augmenté entre les années 90 et les années 2000. On avait l'habitude au début de ma présidence quand on parlait avec les actionnaires français, les investisseurs parisiens et bien c'était eux qui venaient dans nos locaux. On les réunissait pour leur parler. Et bien et un jour on m'a dit « non, ça marche plus comme cela, il faut que vous alliez les voir chez eux » comme on le faisait à l'époque pour les actionnaires étrangers, ceux de Boston de San Francisco ou de Londres* ».

Cette forme de contrôle par les actionnaires va au-delà d'un pouvoir souverain du dirigeant et de la séparation des responsabilités proposée par la théorie de l'Agence de Jensen et Meckling. C'est l'idée avancé par Gomez (2013) qui explique que le décalage dans le temps, ce passage de la théorie et la pratique, a eu pour conséquence une certaine forme d'obsolescence des postulats proposés par la théorie de l'Agence. En effet, la relation d'agence considère une bipolarité de la relation agent-principal, qui ne se retrouve pas dans la nouvelle forme de financement des entreprises avec la massification de l'actionnariat et montée en puissance des investisseurs institutionnels. Par ailleurs, la théorie préconise une séparation claire des rôles et responsabilités de l'agent (dirigeant) et du principal (actionnaire) or ce que l'on voit dans les road show, en dehors du fait que le dirigeant doit maintenant se rendre dans les locaux des investisseurs (ref Bernard Collomb), ce sont des analystes financiers et des investisseurs qui

« challengent » les stratégies détaillées par les dirigeants quand ils ne vont pas jusqu'à proposer leur contre stratégie dans une forme néo-activiste. Ce que l'on ressent par ailleurs c'est qu'avec la dilution de la structure actionnariale, le contrôle à posteriori des marchés financiers, n'a redonné sa latitude décisionnelle au dirigeant qu'au prix d'une interprétation de la création de valeur exclusivement tournée vers la valeur actionnariale et d'une prise de risques associée qui n'est pas toujours corrélée avec une bonne compréhension de ce qu'est la responsabilité.

Pour autant, et pour nuancer le cas de la France, de nombreux auteurs s'accordent à dire que la « gouvernance d'entreprise à la française » a été profondément protégée par un environnement institutionnel et culturel marqué par l'omniprésence de l'État français et qui a permis jusqu'à présent de mitiger l'approche ultralibérale de la gouvernance tournée exclusivement vers l'actionnaire.

Il semblerait donc aujourd'hui que l'évolution des mécanismes de gouvernance du privé fassent écho aux changements réclamés par la Société dans le domaine public. Depuis 2014 les Assemblées générales d'actionnaires des entreprises françaises traduisent de façon de plus en plus pressante une revendication forte pour plus de démocratie actionnariale. Existe-t-il une prise de conscience en France de la nécessité d'une gouvernance plus responsable ? C'est en tout cas le constat de Nicole Notat qui a participé avec JD Sénart à l'élaboration du rapport qui a servi de support au projet de loi PACTE ;

Pour finir sur la gouvernance, et l'impact des mécanismes de la gouvernance sur la latitude des dirigeants des grandes entreprises françaises, le Tian et Vanard (2012) se sont penchés sur l'influence que pourrait avoir le contexte culturel et les mécanismes de la gouvernance sur les stratégies et par exemple le niveau d'investissement en R&D (un des points saillants dans la discussion sur le déséquilibre entre valeur actionnariale et valeur partenariale). Pour ce qui se rapportent à notre sujet, ces derniers en concluent que « *dans les pays individualistes (référence est faite aux dimensions culturelles de G. Hofstede 1980, 1991) comme la France, il semble que la gouvernance caractérisée par un fort contrôle peut permettre une meilleure maîtrise des stratégies mises en œuvre par les dirigeants, en particulier les stratégies d'investissement en R&D. Dans d'autres pays, les individus cherchent au contraire à suivre les objectifs de la communauté à laquelle ils s'identifient* ». Aussi leur conclusion plus générique serait que le modèle de gouvernance des entreprises est contingent du contexte social et culturel dans lequel

ces entreprises évoluent. Aussi certaines entreprises seraient plus enclines à fonctionner avec une gouvernance basée sur la théorie de l'agence (divergences entre dirigeants et actionnaires implique un mécanisme de gouvernance fort) et d'autres sur la théorie de l'intendance (contexte social plus communautaire où les mécanismes de contrôle n'ont pratiquement aucune influence, le dirigeant étant enclin à priori à satisfaire en priorité les intérêts de et pour la communauté).

## **Conclusion sur Le contexte de la latitude et de la volonté du dirigeant de grande entreprise français à porter le changement de paradigme de la valeur.**

---

Lorsque l'on fait référence au processus de changement économique, notre introduction sur la phrase de North (2005) rappelle qu'il est « *façonné par les perceptions des acteurs sur les conséquences de leurs actions. Les perceptions viennent des croyances des acteurs (...) qui sont typiquement entremêlées avec leurs préférences* ».

Nous faisons alors référence à la faculté de l'individu à se projeter, à l'intention comme un élément constitutif **d'une volonté à agir dans un sens précis en fonction d'un motif, d'une raison ou d'une motivation particulière.**

Quelles sont les motivations et attitudes qui traduisent une volonté particulière du dirigeant de faire le choix du changement de paradigme de la valeur dans la grande entreprise cotée ? Quelle relation pouvons-nous établir entre les déclarations de bonnes intentions et les comportements réels des dirigeants ?

L'objectif de cette partie était une fois encore de nous permettre de comprendre, le couple « intention-comportement » des dirigeants du CAC40 à l'encontre d'un éventuel changement de paradigme de la valeur et cela en utilisant le contexte capitalistique français et sa construction dans le temps. Ceci nous a permis de mettre en avant les éléments factoriels qui entrent dans le conditionnement des schémas mentaux des dirigeants en France et donc de leur motivation et latitude à organiser le changement de paradigme.

Il semble qu'en l'état le contexte français soit jalonné de l'aller-retour entre promotion du changement et contrainte limitante comme par exemple la construction historique et culturelle du capitalisme français qui imprègne fortement la Société française et son appréhension de l'entreprise, et qui semble agir dans le sens d'un stimuli positif, pour la formulation d'une pensée inclusive des valeurs actionnariale et partenariale.

Pour autant nous ne sommes pas capables pour l'instant d'établir un diagnostic ou une formulation qui nous permettrait de répondre de façon certaine à la question de notre recherche.

Nous allons donc nous attacher maintenant à tester sur le terrain empirique, notre question de recherche pour tenter d'y répondre





## Troisième partie

Pour un changement de paradigme de la  
valeur : interviews de dirigeants du CAC40

## 6. Méthodologie et résultats de la recherche

### 6.1. Une approche exploratoire

Notre approche méthodologique s'est inscrite dans une perspective exploratoire. Nous avons adopté une démarche qualitative par la conduite d'entretiens semi-directifs centrés auprès de dirigeants de très grandes entreprises cotées en France.

L'objectif a consisté à faire émerger des verbatim des dirigeants, le processus de structuration des croyances (intention comportementale) et leur logique d'engagement (comportement) vis-à-vis d'un changement de paradigme des valeurs actionnariale et partenariale. Une cartographie a été construite en nous appuyant au préalable sur les variables du modèle de la théorie du comportement planifié d'Ajzen, à partir de laquelle nous avons établi des profils de comportements. Nous les avons ensuite insérés dans la courbe de Rogers (1962) de la diffusion de l'innovation afin de tenter de répondre à notre question de recherche, les dirigeants les dirigeants du CAC40 peuvent-ils / veulent-ils réconcilier la valeur actionnariale et la valeur partenariale ?

En ce sens, notre recherche permet ainsi un apport à la littérature académique peu développée sur ce sujet de l'étude de la relation intention-comportement et de la disposition au changement comportemental, et ceci au travers d'une démarche de compréhension de la perception des dirigeants de grands groupes cotés français vis à vis de leur latitude (perception du contrôle, « peuvent-ils ») et leur volonté (attitude et normes subjectives, « veulent ils »), à jouer un rôle central dans la conduite d'un changement de paradigme économique qui permettrait une réconciliation des valeurs actionnariale et partenariale.

## 6.2. Présentation de l'échantillon et recueil des données

Nous avons fait le choix, de restreindre notre recherche à un panel de dirigeants appartenant à l'indice CAC40. Cette population nous est apparue comme particulièrement significative car fortement impactée par le contexte de la financiarisation de l'économie. Nous avons considéré sous le vocable « dirigeant » celui dont le rôle est central dans la décision stratégique et dans la création de valeur et qui se trouve à l'interface de relations avec de multiples parties prenantes. A ce titre nous avons choisi pour notre échantillon des dirigeants français occupant la fonction de Président, ou Directeur Général, ou PDG.

### **Notre méthode empirique s'est alors articulée en deux étapes :**

La première étape a consisté à collecter des données primaires lors d'interviews de dirigeants en personne. Conscient des potentielles difficultés d'accès à cette population, la prise de contact s'est faite au travers du support de dirigeants reliés à notre expérience professionnelle passée. Un courriel avec les détails de notre recherche et les engagements de confidentialité ont été fournis à nos intermédiaires qui ont contacté leurs homologues. Malgré ce modus operandi, sur une quinzaine de prises de contacts effectuées, **seuls 6 dirigeants ont finalement accepté de nous répondre en face à face, dont deux ne faisant pas parti du CAC40 à fin 2018.** Ceci peut s'expliquer notamment par le fait que cette population plutôt discrète et qui s'exprime peu, quand elle le fait, est souvent décrite de façon stéréotypée dans son groupe d'appartenance « des patrons ». Dans les faits, le contexte de l'affaire de l'ex-patron de Renault, et la remise en question des retraites chapeaux des dirigeants n'ont pas aidé, dans une période de stigmatisation plutôt négative de ces derniers. La posture prise a bien souvent été de justifier le refus de participer à cette recherche par le manque de temps dans un agenda où d'autres sujets très importants avaient la priorité.

Dans un second temps nous nous sommes appuyés sur un important dispositif de données secondaires issues de requêtes par mots-clés, dans une triangulation d'articles de la presse économique spécialisée (les Échos, le Monde, Capital, Investir, Financial times, Le Journal des Finances, La Tribune, Bloomberg, Reuters) du visionnage de nombreux interviews télévisées, radiophoniques (LCI, BFM Business, Bloomberg, RTL, Melchior TV) ou d'interventions dans

des conférences, forums, commissions (Forum grandes écoles, BPI France, commission de l'assemblée nationale) et de lectures d'ouvrages autobiographiques de dirigeants ou co-écrits durant leur carrière, sur leur vision du monde économique actuel, tout ceci sur une période de temps allant de 2014 à 2019.

Le choix des sources secondaires mobilisées a donc été justifié en partie par la difficulté d'obtenir un entretien avec des dirigeants du CAC40 mais aussi pour nous assurer que notre panel correspondait bien à des secteurs d'activités variés, ainsi qu'aux trois catégories de gouvernance d'entreprise identifiées dans notre revue de littérature (Charreaux, 1997, Morin et Rigatoni, 2002), et qui pourraient potentiellement impacter la perception du contrôle du dirigeant. Car il est important de rappeler ici, que nous avons choisi le contexte français qui témoigne d'un système de gouvernance d'entreprise tout à fait singulier, hérité de son histoire et qui est globalement plutôt protecteur et favorable aux dirigeants (les grandes familles d'entrepreneurs, la pratique des droits de vote double (réactualisée avec la loi « Florange » de 2014), et l'État encore présent aujourd'hui au capital de nombreuses entreprises du CAC40).

Nous avons donc sélectionné des données secondaires pour nous permettre de représenter notre échantillon en proportion de la classification des secteurs d'activité du CAC40 et des gouvernances suivantes :

- Capitalisme Patrimonial traditionnel dont la gouvernance est caractérisée par un fort contrôle du dirigeant « à priori », organisé par un actionnariat concentré et stable dit « de référence », représenté soit par les grandes groupes familiaux (Arnault, Pinault, Bettencourt, Bellon, Bolloré, Hermès, Mittal...), soit par une participation étatique forte, ou dans le cas de Michelin par un format légal de la commandite par action. C'est le cas par exemple du groupe Airbus représenté par le consortium étatique France, Allemagne, Belgique et Espagne.
- Capitalisme Patrimonial Moderniste dont l'actionnariat est constitué de puissants investisseurs institutionnels, qui pour autant ne sont pas assimilés à des « actionnaires de référence » (actionnariat identifié entre 15 et 30%). C'est le cas par exemple pour le groupe AccorHotel où l'hôtelier chinois Jin Jiang, le Fond QIA Qatari, et le fond saoudien KHC détiennent respectivement 12%, 10,44%, et 5,84% des titres. Cette gouvernance d'actionnariat « non majoritaire », représente une cible idéale pour les

fonds activistes qui y vont chercher à convaincre ces investisseurs institutionnels du bienfondé de leur action par la mise en place de mécanismes de séparation des pouvoirs et d'incitation invitant le dirigeant à se focaliser précisément sur les résultats financiers à court terme. C'est un mixte de contrôle « à priori » et « à posteriori » qui se traduit par une pression très forte exercée sur le dirigeant. Le cas de Pernod Ricard, Vivendi, Essilor Luxottica ou encore Renault pour ne nommer qu'eux, sont très représentatifs de cette pression exercée sur les stratégies des dirigeants des grands fleurons français (fonds activistes Elliott et Moody), au point que l'État a nommé en Mars 2019 une commission parlementaire à ce sujet, et l'AFEP a mis en place un groupe de travail après les rumeurs de rachat d'AccorHotel par Blackstone, à l'été 2019.

- Capitalisme de marché financier, se traduit par un fort éclatement de l'actionnariat (actionnariat flottant très significatif, de 90% à 99%) ne permettant pas à un actionnaire en particulier d'influencer les choix stratégiques du dirigeant. En ce sens, c'est un format de gouvernance de contrôle du dirigeant « à posteriori », qui semble lui laisser une latitude plus importante pour développer des stratégies singulières à partir du moment où les actionnaires se retrouvent dans la stratégie déclinée.

Nos données s'appuient sur la liste des entreprises du CAC40 à fin 2018 et pour lesquelles nous avons recherché dans leur rapport annuel la structure actionnariale, mais aussi la distinction éventuelle entre les fonctions de Président et Directeur Général (65% du CAC est composé de PDG) et la présence d'un conseil de Surveillance, élément qui pourrait rajouter à la perception du contrôle.

En complément, nous avons catégorisé les dirigeants selon les facteurs contextuels

- de critères sociodémographiques (âge, origine sociale, lieu de résidence)
- de critères socioprofessionnels (études, trajectoire professionnelle (France, étranger), durée dans le poste, appartenance à des clubs de dirigeants, poste d'administrateurs dans d'autres entreprises cotées)
- de traits de personnalité (qualités, valeurs).

Et ceci pour ne pas nous fermer l'opportunité de découvrir des liens éventuels de nature abductive (Dumez, 2016) entre le profil du dirigeant et les intentions comportementales. Nous nous sommes procuré ces informations complémentaires dans une question adressée lors de nos interviews mais aussi dans la donnée secondaire accessible sur le sujet. Pour éviter tout biais de sélection, nous nous sommes assurés à nouveau, que ces dirigeants provenaient d'un panel représentatif du CAC40 à fin 2018, et permettaient la variété de profils mais aussi une richesse des contenus restitués dans la presse. N'ayant pas arrêté le nombre de dirigeants au préalable nous avons collecté les contenus et ce jusqu'à obtenir une saturation du terrain (Glaser et Strauss, 1967).

**L'échantillon de taille réduite (16 dirigeants) ainsi constitué**, est assimilé à un échantillon de convenance. S'il n'a que peu de représentativité au sens statistique du terme, pour autant, il répond aux critères de pertinence recommandé par la littérature académique, pour rendre compte de la problématique de notre recherche. Pour autant, nous convenons que de futures recherches devront être menées pour tester de la pertinence et de la régularité de notre cartographie des intentions-comportements des dirigeants face au changement de paradigme des valeurs, par exemple, à un niveau étendu en dehors du CAC40.

Tableau. Caractéristiques de notre échantillon

<b>Critères (à fin 2018)</b>	<b>Structure de l'échantillon</b>	<b>Structure du CAC40</b>
<b>Secteur d'activité</b>		
Bien et services aux consommateurs	43,8%	35,0%
Industries et BTP	18,8%	35,0%
Energies/ matières premières et Services aux collectivités:	18,8%	10,0%
Transports/Automobile/Equipementiers	12,5%	7,5%
Activités financières, immobilières et assurances	6,3%	12,5%
<b>Chiffre d'affaire de l'entreprise (en Milliard d'euros)</b>		
< 10	12,5%	20,0%
De 11 à 20	12,5%	20,0%
de 21 à 40	43,8%	27,5%
> à 40	31,3%	32,5%
<b>Structure actionnariale de gouvernance</b>		
Type Patrimonial Traditionnel	37,5%	40,0%
Type patrimonial moderniste	18,8%	17,5%
Type Finance de marché	43,8%	42,5%
<b>Formation initiale du dirigeant</b>		
BAC	0,0%	2,5%
Formation universitaire	18,8%	17,5%
Formation Grandes écoles Commerce/Management	31,3%	25,0%
Formation Grandes écoles Ingenieur	37,5%	32,5%
Double formation Grande école Mgt/Ingenieur	12,5%	22,5%
<b>A fait une carrière internationale</b>	37,5%	35,0%
<b>Conditions d'accès au "grand patronat"</b>		
Atout Etranger	0,0%	5,0%
Atout Etat	31,3%	40,0%
Atout Carrière	62,5%	40,0%
Atout Capital	6%	15%
<b>Expérience dans le poste de dirigeant</b>		
Moind de 5 ans	25,0%	32,5%
De 5 à 10 ans	50,0%	45,0%
De 11 à 20 ans	18,8%	17,5%
Plus de 20 ans	6,3%	5,0%
<b>Age</b>		
< à 50 ans	6,3%	15,0%
De 50 à 59 ans	37,5%	35,0%
De 60 à 69 ans	50,0%	47,5%
> à 69 ans	6,3%	1,4%
<b>Genre</b>		
Homme	100%	100%
Femme	0%	0%



### 6.3. Le guide d'entretien

Notre approche empirique a été guidée par la lecture de Glaser et Strauss (1967). Venant du monde de l'entreprise et ayant travaillé de nombreuses années aux côtés de dirigeants d'une grande entreprise cotée, il s'agissait ici de se débarrasser le plus possible des biais de préconceptions du chercheur, qui empêcheraient la découverte de ce qui émerge du vécu social. Nous recherchions à comprendre un phénomène plutôt que de simplement le documenter. Nous avons donc fait des allers-retours nombreux entre le terrain et les lectures académiques afin de nous guider dans notre cheminement empirique.

Notre guide d'entretien a été construit dans le but de favoriser une expression libre des dirigeants et de les faire réagir sur le concept de la création et du partage de la valeur entre les différents stakeholders de l'entreprise et leur rôle central dans le choix de l'orientation stratégique vers une valeur réconciliée. Des questions ouvertes et en nombre restreint ont été utilisées pour éviter d'enfermer les dirigeants dans un cadre trop restrictif et susceptible d'orienter leurs propos. Là encore l'objectif était double : collecter des données relatives à notre question de recherche mais aussi se laisser la chance de faire émerger des informations que nous n'aurions pas envisagées dans nos allers-retours entre le terrain et la littérature académique. Si besoin était, des reformulations, et relances ont été opérées afin d'éviter que l'entretien ne se transforme en une discussion informelle, et permettre ainsi aux contenus recueillis de conserver un caractère scientifique.

Étant donné la population concernée et le sujet de notre recherche, nous avons porté une attention toute particulière au préambule du guide d'entretien (Romelaer, 2005). Afin de nous permettre de recueillir le plus d'information tangibles et performatives pour notre recherche, nous avons proposé aux dirigeants de s'exprimer librement dans des conditions de confidentialité et d'anonymat de leurs propos durant tout l'entretien. Bien que conscient du caractère restrictif que cela impliquerait pour notre recherche et sa validité scientifique, les précautions prises ont toutefois permis d'établir un climat de confiance avec nos interlocuteurs et le résultat n'en a été que plus satisfaisant. Dans le contexte actuel de défiance vis à vis des entreprises et de leurs dirigeants, ceux que nous avons pu interviewer en face à face, ont fait

preuve d'une grande liberté de parole. Pour restituer leur propos nous utiliserons le codage D1 à D16, représentant les seize dirigeants de notre recherche.

Nous avons pris le parti de commencer directement par le contexte transformationnel ; celui des parties prenantes de plus en plus nombreuses à réclamer que les entreprises et leurs dirigeants adressent la problématique de la financiarisation de l'économie réelle (déséquilibre de la création de valeur principalement pour l'actionnaire, court-termisme), et son corolaire le partage de la valeur créée par l'entreprise. Ce choix délibéré avait pour but d'amener le dirigeant, de façon spontanée, à répondre à une actualité particulière (période des gilets jaunes) et pour laquelle nous avons voulu comprendre :

- Son degré de conscience de la nécessité (éventuelle) d'un nouveau paradigme des valeurs, première étape essentielle à tout processus de changement.
- Si l'influence de la pression sociale actuelle prenait plus d'importance dans ses choix stratégiques, ou si à ce niveau de responsabilité, il prenait le recul nécessaire et considérait ces situations comme conjoncturelles. (Sens de l'urgence)

Dans le cadre précis, les entretiens en face à face et restitutions des contenus de données secondaires avaient pour but de saisir :

- Leur perception sur la domination de l'idéologie actionnariale et l'éventuelle nécessité d'un changement de paradigme.
- Le désir de porter ou du moins de participer à un changement de paradigme
- La latitude dont ils disposent pour se faire

et donc les perspectives de justification et interprétations des dirigeants, auprès du chercheur, sur leur rôle à jouer vis à vis d'une réconciliation des valeurs actionnariale et partenariale.

A ce titre notre recherche empirique exploratoire n'aura pas pour ambition de généraliser les résultats obtenus mais plutôt de participer à :

- Combiner différentes approches disciplinaires et produire un travail critique sur l'évolution de la conception du capitalisme en France de la part de ses dirigeants.
- Proposer et apporter un éclairage supplémentaire sur un groupe « social » très discret et difficile à pénétrer.
- Et surtout permettre de confronter cette réalité aux théories académiques.

Les entretiens ont été menés en face-à-face ou par téléphone, leur durée s'échelonnant entre 1 et 2 heures. Durant toute la durée des entretiens, l'intervention du chercheur s'est voulue minimale, à l'exception de quelques reformulations ou questions de relance afin de ne pas orienter les propos des dirigeants et les logiques d'explication ou de justification à l'œuvre. Les entretiens ont été intégralement retranscrits et combinés avec les données secondaires d'autres dirigeants, avant d'être analysés ensemble, dans logiciel d'analyse qualitative de données N°VIVO12.

#### 6.4. Mesurer le couple intention-comportement des dirigeants de grandes entreprises cotées

Le processus mis en place au travers notre guide d'entretien a consisté à faire émerger de l'analyse sémantique des verbatim des dirigeants, des éléments saillants qui nous permettraient de cartographier le processus de construction de l'intention comportementale vers l'adoption d'un changement de paradigme des valeurs actionnariale et partenariale de la part des dirigeants de grandes entreprise cotées en France. Nous souhaitons répondre à la question peuvent-ils/veulent-ils réconcilier les valeurs ?

Pour se faire nous avons considéré les trois dimensions ou variables de la théorie du comportement planifié d'Ajzen (1991). Son application suggère que l'évaluation faite par le dirigeant vis à vis de l'utilité personnelle d'une part ; l'évaluation de l'approbation de sa décision au niveau collectif et des moyens dont il dispose d'autre part, déterminent sa latitude et sa volonté (intention comportementale) à l'encontre de l'adoption d'un changement de

comportement, en l'état, celui de la réconciliation des valeurs au centre même de sa stratégie d'entreprise.

Nous avons donc entrepris de mesurer

Les croyances comportementales déterminantes de l'attitude à l'encontre d'un changement, (A)

Les croyances normatives sur ce qu'il est bien de faire ou de penser et les motivations du dirigeant à se plier à ces attentes (pression sociale), qualifiées de normes subjectives (NS)

Et pour finir celle de la perception du contrôle des dirigeants qui conjugue les ressources et contraintes contextuelles et intellectuelles liées à l'adoption d'un changement de paradigme des valeurs. (PC)

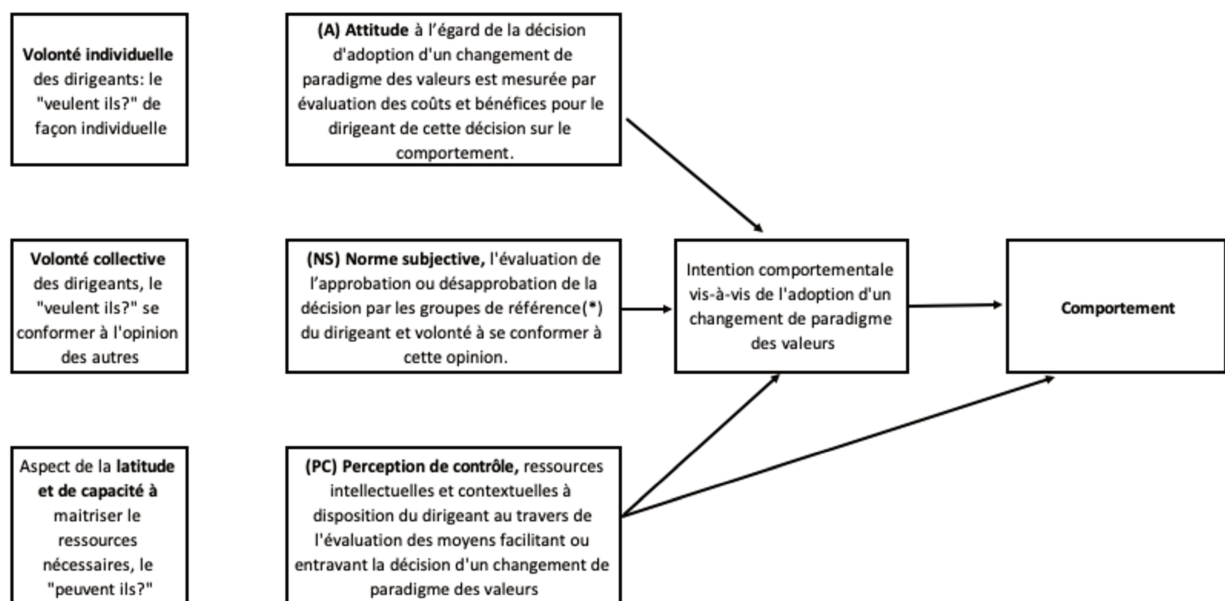


Figure. La théorie du comportement planifié appliquée à la décision d'adoption d'un changement de paradigme des valeurs par des dirigeants du CAC40

(\*) Notons que l'entreprise entretient des relations avec différentes parties prenantes, et que le groupe de référence diffère d'une entreprise à une autre selon la vision du dirigeant et la stratégie de son entreprise.

Afin de pouvoir « donner un sens » à un corpus de données brutes plutôt complexes nous avons procédé par étapes :

La première a consisté à faire plusieurs lectures des données brutes afin de nous permettre

De nous familiariser avec la pensée de chaque dirigeant de notre échantillon (ce qui a induit la limite de l'échantillon à 16 individus).

D'interpréter, et caractériser les argumentations de chacun, en croisant leur nature, les logiques d'expression et de justification ainsi que le champ lexical mobilisé en fonction de nœuds (grands thèmes) prédéfinis en rapport avec théorie du comportement planifié (les croyances comportementales déterminantes de l'attitude, croyances normatives de l'existence d'un rôle social, et les croyances de contrôle influençant la perception du contrôle du dirigeant).

D'extraire les sujets abordés, les signaux forts et faibles, les unités de sens, de sentiment et d'action.

Ceci a été fait avec l'aide du logiciel N'VIVO 12.

A partir de cette étape nous avons ensuite analysé plus en détail, les contenus des discours pour en dégager des occurrences, consensus et éventuelles controverses, nous permettant de sous-catégoriser chaque nœud.

Ainsi des croyances comportementales et de l'attitude à l'encontre d'un changement de paradigme des valeurs, ont émergé à partir de locutions comme « je vous le dis avec force », « j'en ai la certitude », « mon combat c'est de », « c'est effectivement un vœu louable », « je ne crois pas que », « je doute que » « nous visons à terme » les codages suivants :

La conviction (dans le sens d'une croyance forte voire absolue que c'est la chose à faire qu'il n'y a pas d'autre alternative que de rentrer dans ce mouvement)

L'opportunisme (dans le sens de la capacité à prendre des risques liés au changement)

Le pragmatisme (dans le sens d'une évolution plutôt que d'une révolution par le changement)

Le doute (dans le sens d'un scepticisme lié à une certaine forme de conservatisme vis à vis du changement)

Des croyances normatives, ont émergé, portés par les locutions impersonnelles, « il faut », « on doit », « il convient », « on ne peut plus », « il est urgent de », « nous contribuons déjà beaucoup » « l'enjeu pour nous tous », les codages liés à

Ce qu'il est bien de « faire »,

Ce qu'il est bien de « penser », vis-à-vis des parties prenantes intrinsèques à l'entreprise. Mais aussi celui de

l'impact des cercles d'appartenance des dirigeants et le désir de ces derniers de se soumettre au changement vis à vis du degré de prégnance et d'influence que ces derniers ont sur eux.

Des croyances de contrôle et de la perception du dirigeant qu'il détient la latitude contextuelle mais aussi intellectuelle suffisante pour le changement de paradigme des valeurs (l'aisance d'accomplissement), les verbatim ont permis d'identifier les codages suivants :

La nature des contraintes économiques

L'impact de la gouvernance et de la structure actionnariale

Les lois et réglementations

Un codage abductif est apparu avec la gestion des ambiguïtés, que nous pouvons associer à une certaine forme du « dilemme » personnel, et de la gestion des injonctions contradictoires. Ce qui nous est apparu comme intéressant dans notre tentative de comprendre l'origine des intentions comportementales et la cohérence avec le comportement associé, adopté par les dirigeants.

Ce codage pourrait être assimilé à une variable modératrice (Godin et Kok, 1996) qui pourrait influencer de couple intention-comportement du dirigeant de façon plus ou moins prononcée et créer un pont entre le peut et le veut de notre question.

Nous avons alors élaboré une typologie de profils de dirigeants issue du couple intention-comportement et défini en fonction de niveaux d'impact fort, neutre ou faible des variables de l'attitude, de la norme subjective et de la perception du contrôle.

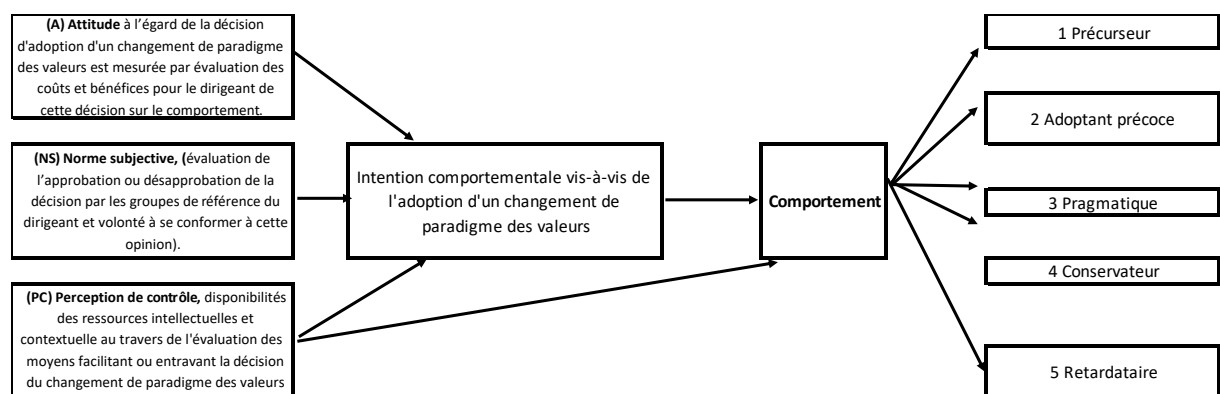


Figure: Profils d'adoption d'un nouveau comportement social issus de la théorie du comportement planifié d'Arzen

Ces profils nous ont très rapidement conduit à les comparer à ceux de la courbe d'adoption du changement d'Everett Rogers (1962). Cette dernière, qui présente la dynamique de pénétration d'une innovation au sein d'une population, nous a paru tout à fait appropriée pour cartographier l'adoption d'un nouveau comportement social de la part des dirigeants de grands groupes cotés en France. Nous avons alors considéré le changement de paradigme des valeurs au même titre que la diffusion d'une innovation managériale. Pour tenter de répondre à notre question « les » dirigeants du CAC40 peuvent-ils/veulent ils réconcilier les valeurs actionnariale et partenariale,

nous avons aussi considéré le concept de « Chasm » (goufre) introduit par Moore (1991) qui considère qu'une innovation de niche deviendra une innovation de masse quand le nombre d'individu « convertis » au changement aura franchi ce point d'inflexion, c'est à dire le point de passage entre les adoptants précoces et les pragmatiques.

Les profils ont donc été introduits en utilisant la combinaison des influences des trois variables de la théorie du comportement planifié, juxtaposées sur le curve de l'innovation.

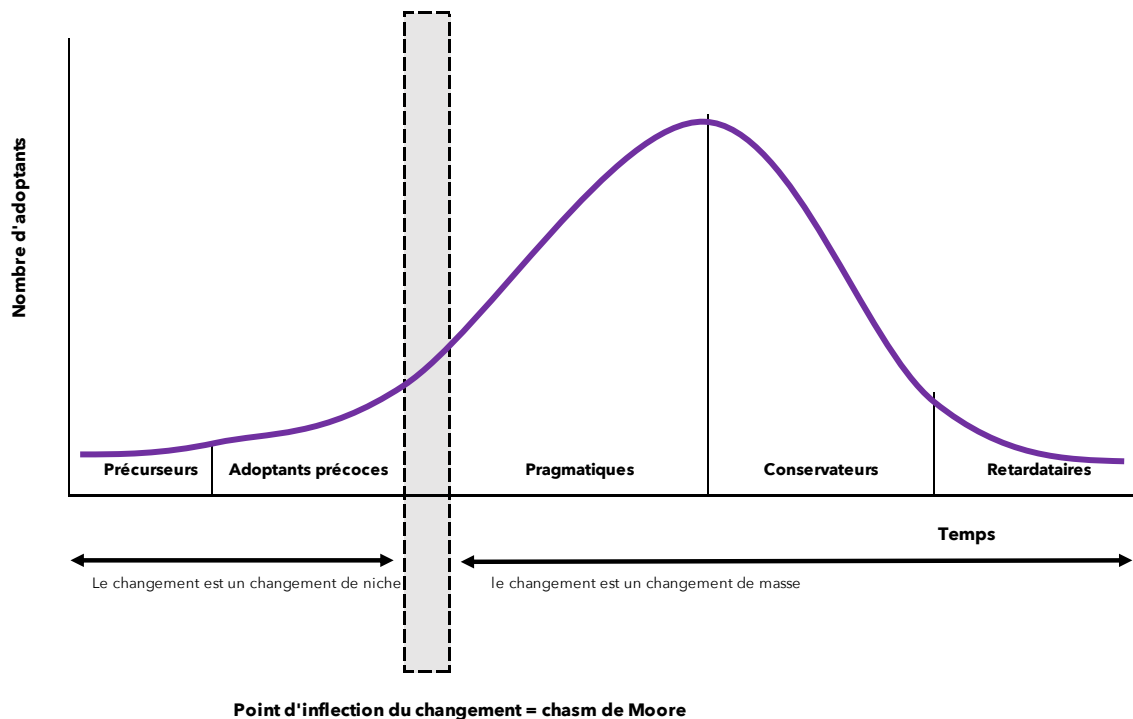


Figure. La courbe de Rogers appliquée à l'adoption d'un changement paradigme des valeurs par des dirigeants du CAC40

Ainsi à titre d'exemple, quand Ajzen conclut que plus l'individu ressent une aisance importante pour accomplir un comportement (forte perception du contrôle), plus grande serait sa détermination à l'adopter, nous nous attendions à retrouver l'impact de cette variable dans la courbe de Rogers comme déterminant pour les précurseurs du changement.

A l'inverse, plus l'individu anticipe des difficultés dans la mise en place de ce changement, plus il évalue son contrôle comme faible sur cette transformation et moins grande serait son intention de l'adopter, ce qui correspondrait alors à un profil plutôt retardataire voire conservateur et dans une moindre mesure pragmatique.

## **6.5. Restitution : Le degré d'influence de chaque variable du comportement planifié dans les profils**

### 6.5.1. L'attitude du dirigeant : des croyances comportementales et de l'évaluation des bénéfices du changement de paradigme des valeurs

A priori, l'attitude qui résulte de nos croyances comportementales influence notre manière d'envisager, de penser les choses et d'agir d'une certaine façon. Elle constitue donc une part importante de la question relative à la « volonté » posée par notre question de recherche : les dirigeants veulent-ils réconcilier les valeurs ? Ce qui est intéressant de constater ici c'est que nous avons questionné les dirigeants sur l'adoption d'un comportement qui selon nous demandait un changement profond d'attitude, celle-là même qui a été conditionnée depuis des années par les attentes des marchés financiers et la place prépondérante donnée à l'une des parties prenantes, les actionnaires. Pour autant notre premier rapport d'étonnement a été de constater que si tous les dirigeants interviewés ont participé ou vécus durant leur carrière, la montée de la financiarisation des entreprises, ils n'en sont pas moins conscients qu'il a existé une autre façon de faire, pour autant on ressent chez certains une certaine forme de résilience, face à un modèle dont ils ont hérité.

On note donc, que les dirigeants de notre échantillon ne découvrent pas le concept de la réconciliation des valeurs actionnariale et partenariale et que pour certains cela est assimilé à un retour aux valeurs historiques de l'entreprise, plutôt qu'à un changement de paradigme à proprement parlé. Dans le contexte des grandes entreprises françaises où l'âge moyen des entreprises du CAC40 est autour d'une centaine d'année (et 87 ans pour notre échantillon), il semble plus facile pour notre panel très majoritairement français, et d'âge moyen de 55 ans, de faire référence à l'histoire de l'entreprise. Un dirigeant constate : « Depuis son origine l'entreprise a ça dans son ADN ; Elle vient avant tout d'une vision humaniste de l'entreprise » D14. Dans le vocabulaire utilisé on retrouve souvent la notion de « communauté » pour qualifier les parties prenantes primaires de l'entreprise, et du rôle à part entière de l'entreprise dans la



Société. Parlant du fondateur de l'entreprise dont il est aujourd'hui le dirigeant l'un d'entre eux confirme : « Il avait une vision citoyenne de l'entreprise au milieu d'un écosystème de parties prenantes ». D10

C'est à la fois un avantage car l'histoire permet de se souvenir d'où l'on vient mais certains y voient aussi la limite d'un CAC40 vieillissant et d'un capitalisme à la française vitrifié. « En quinze ans, l'âge moyen des entreprises cotées a progressé de vingt ans, et l'écart avec les États-Unis a doublé » constate un directeur du think tank France Finance. Nous reviendrons sur les moyens d'accession aux fonctions de dirigeant du CAC40, qui joue aussi dans la stigmatisation d'un mode de pensée, dans la partie consacrée aux normes subjectives.

Chez les dirigeants « précurseurs », on constate que l'appropriation du concept de changement de paradigme des valeurs se fait de manière très « authentique » (David Baron cité par Bastianutti, 2012). Il y a une forme d'idéologie véhiculée dans leur discours. L'idée d'avoir éventuellement à renoncer de façon tout à fait volontaire à une partie des bénéfices financiers pour en recevoir en échange le privilège d'une satisfaction personnelle ou sociale, est aussi très importante. On relève à ce propos sur le sujet souvent polémique des rémunérations des dirigeants, que ces derniers sont loin d'être les mieux payés du CAC40, et qu'ils ont même souvent renoncé à certains avantages qui étaient contractuels. L'un d'eux commente : « j'estime que je gagne plus d'argent que ce dont j'ai besoin pour travailler et être motivé tous les jours. Je pourrais travailler en demandant à gagner beaucoup moins. Quelques-uns crieraient bravo quand d'autres me penseraient définitivement perdu pour le système, et peut être d'ailleurs s'y opposeraient, la plupart me prendraient pour un donneur de leçons » D4. Nous reviendrons plus loin sur la notion de croyances normatives et l'influence du groupe social des dirigeants.

Pour les dirigeants adoptants précoces l'appropriation du concept de changement de paradigme des valeurs se fait sur un mode plus « utilitaire » (Bastianutti, 2012). Leur approche est moins idéologique mais cependant visionnaire. Ils perçoivent avant les « pragmatiques » ou les « conservateurs », le potentiel de ce changement et les bénéfices associés qu'ils pourraient en retirer. En ce sens nous y voyons une certaine forme « d'opportunisme » à vouloir se trouver dans les premiers à récolter les fruits de ce nouveau comportement. Ils bénéficient d'une opinion respectée et écoutée dans le monde des dirigeants et en ce sens ils sont de très bons

relais pour les précurseurs, pour permettre l'adoption du changement par le plus grand nombre et permettre le passage du point d'inflexion (Chasm) auquel Moore fait référence pour passer d'une innovation de niche à une innovation de masse. Ils sont conscients du rôle qu'ils jouent dans la transformation du modèle capitalistique actuel et restent humbles face à l'enjeu. L'un d'eux commente de façon réaliste : « On ne change pas les habitudes comme cela. Notre tâche consiste donc à évangéliser » D11.

Moins dans l'idéologie, ces dirigeants « adoptants précoces » même s'ils acceptent le risque lié à la nouveauté (au changement), sont en ce sens proches des « pragmatiques », notamment sur la considération de l'obligation de démontrer pour être crédible. L'un d'entre eux, explique « L'entreprise doit prendre des risques dans ses engagements. Les nouvelles générations ne se contenteront pas de la raison d'être. Elles voudront des preuves qui correspondent. Il faudra apporter des résultats qualitatifs et quantitatifs. Même si la gouvernance par les nombres est un peu limitative dans la compréhension des domaines complexes de l'entreprise, la crédibilité passera par des chiffres vérifiables. » D11. Ici l'idée d'une prise de risque est nécessaire mais contrôlée.

Pour ces dirigeants identifiés comme précurseurs et adoptants précoces donc, plus que l'idée d'un bénéfice immédiat que cela représenterait pour eux, le changement de paradigme est envisagé dans la conviction que le modèle est générateur de performance sur le moyen et long terme et qu'il est fondamental de prendre le risque de s'y engager. En effet, Ils se différencient des pragmatiques, conservateurs et retardataires, en acceptant les imperfections liées à la nouveauté et possèdent les compétences nécessaires pour en voir rapidement les futurs avantages. Il est important de souligner qu'il ne s'agit pas ici de mécénat ou de philanthropie mais bien de la recherche de la synergie entre une activité économiquement viable et socialement responsable servant la « double bottom line » telle que présentée par le concept de la « shared value » (valeur partagée) de Porter et Kramer. Pour les uns, cette conviction associée à la création de valeur partagée leur donne de la latitude pour pouvoir agir dans le sens de leur engagement idéologique, quand pour les autres cela est un objectif plus marqué et porteur de la justification de l'engagement des ressources pour une performance dans le temps.

Pour les précurseurs, on note dans leur discours le dépassement des notions exclusives d'avantages/inconvénients, et d'équation à somme nulle, et leur remplacement tout d'abord, par un sens de l'urgence assez critique, l'un d'entre eux constate « Que les grandes banques et les institutions financières aient une part de responsabilité majeure dans ces crises financières, c'est clair pour moi. (...) Aujourd'hui, si les grandes banques rejoignent le mouvement, elles ne le font pas parce qu'elles ont idéologiquement changé, c'est parce que nous sommes persuadés que le modèle économique d'aujourd'hui ne peut plus tenir dans la durée » D4.

Par ailleurs, basé sur leurs convictions et leur vision de ce que le changement de paradigme pourrait être, ceux-ci sont conscients qu'étant les premiers ils n'ont pas encore les preuves tangibles de leur « prophétie ». Il écrit « ceux qui s'attendraient à trouver un traité plein d'assurance, ...fondé sur l'expérience du succès, tangible, mesurable, efficace, comme la transmission d'un savoir tout faire. Que vous soyez de ceux-là, si vous cherchez des preuves de vos croyances, des réassurances, des démonstrations, n'allez pas plus loin, vous serez déçus » D4.

Pour autant, ils sont conscients que pour permettre au changement de se propager et d'être adopté par la majorité (crossing the Chasm), il leur faut pouvoir établir un pont entre eux et les dirigeants pragmatiques. Ils doivent fournir au travers de ceux qu'ils ont convaincus (les adoptants précoces), des éléments tangibles de leur conviction idéologique, pour que ces derniers se chargent de le matérialiser au niveau économique. Car si les précurseurs sont « les premiers » ils sont aussi vu comme des originaux, en dehors du cadre classique du cercle des dirigeants, un savant mélange de courage (pour ceux qui le reconnaissent) et d'inconscience (pour les plus sceptiques). Les adoptants précoces leur permettent alors de rester crédibles, car s'ils sont facilement convaincus de l'intérêt du changement de paradigme des valeurs, ces derniers considèrent le fait générateur de performance comme une équation à somme non nulle, « gagnant-gagnant » qu'il faut montrer.

Les précurseurs ne sont pas dupes et pour que leur latitude pour le changement soit maximum ils savent qu'ils doivent être efficace. Ils le reconnaissent, dans cette croisade «ni l'argent, ni le

temps, ni le talent ne nous appartiennent, comment accepter de les dépenser sans compter ? L'entreprise est comptable des ressources qu'elle engage » D4 et la responsabilité du dirigeant réside dans le choix de promouvoir ce changement en le justifiant vis-à-vis de toutes les parties prenantes. il ajoute : « La Responsabilité, ce n'est pas pour se donner bonne conscience, ou pour suivre une mode. C'est pour donner du sens. Notre métier est au service de l'humain, il faut faire attention à la vérité des choses et des êtres. » D10

La notion d'urgence, s'accompagne donc aussi pour ces derniers, du critère inclusif du « sens » et du devoir (la responsabilité). La notion d'inclusion est une responsabilité forte portée par ces deux catégories de dirigeants, elle représente pour eux ce que les anglo-saxon appellent « the license to operate » pour leur entreprise. Ce concept du « sens » appelle là aussi, à dépasser le processus de l'équation à somme nulle pour envisager la motivation comme un processus séparé de l'impact financier, source inspirante et créatrice de valeur comme une conséquence positive et non l'inverse « Je pense qu'il faut cesser de considérer le développement durable dans une équation binaire soit comme une contrainte soit comme un alibi. Essayons d'en faire plutôt l'une des principales sources d'inspiration de nos projets d'entreprise. » D11

Un dirigeant du groupe des « pragmatiques » parle même « d'idéal » pour contourner les contraintes qui se dresseraient pour y arriver. Il commente « C'est par l'idéal que nous nous accomplissons, quelque forme qu'il puisse prendre : beauté, justice, générosité. Par idéal et par la volonté de l'atteindre, nous trouvons l'énergie de nous élever au-dessus de la pesanteur des contraintes. C'est cette énergie-là qui, je crois, constitue le ciment le plus fort qui puisse nous unir et qui rassemble les « hommes de bonne volonté ». D13.

Pour autant, les dirigeants « pragmatiques », et « conservateurs » sont beaucoup plus dans la retenue, il semble que cette volonté soit modérée par le besoin d'en comprendre les contours exacts et les implications pratiques, correspondant alors plus à une évolution qu'à une révolution. Un dirigeant envisage le changement de paradigme qui se joue, en disant « Nous essayons de le faire en prenant en compte les transformations que nous devons effectuer qui nous obligent à beaucoup de rigueur, et beaucoup d'exigences, et des résultats. Parce que la transformation de notre groupe est difficile. En effet, il y a une exigence de résultat. Nous

essayons de le faire dans l'esprit le plus responsable, le plus coopératif possible, avec des entreprises qui sont nos partenaires tout au long de l'année ». D1

Il utilise le verbe essayer qui consiste à « soumettre (une chose) à une ou des opérations pour voir si elle répond aux caractères qu'elle doit avoir ». On constate que ces derniers avant d'engager leur réputation et leur image dans un tel processus vont demander à avoir, et voir, les preuves qui démontrent que ce changement produit des résultats positifs pour eux.

Car pour revenir sur le concept de valeurs historiques, l'un des dirigeants du groupe des « conservateurs » rappelle qu'il faudra un gros travail de conduite du changement pour expliquer aux équipes que tout ce qui a été mis en place des années durant, devra être « déconstruit ». Et il ne s'agit pas tant de processus mais de mentalités et de conditionnements humains, avec à la clef l'inconfort de la période de transition, qui si l'on sait quand elle commence, n'est pas toujours ponctuelle pour la date de fin. On note qu'il existe chez ce groupe de dirigeants une certaine forme de résistance au changement de paradigme pour lequel ils ne voient pas pour l'instant les bénéfices suffisants par rapport aux contraintes et l'énergie à mobiliser pour remettre en question un ordre établi, et qui pourraient les distraire de la compétition internationale qui se joue et qui requiert de la concentration sur l'objectif de performance (la mise à disposition de ressources pour porter ce changement peut être assimilé à un coût supplémentaire dans une période requérant la frugalité). Là encore, nous reviendrons sur ce sujet dans la partie sur la perception du contrôle.

Nous n'avons pas à ce stade identifié de dirigeant appartenant au profil « retardataire », ce qui semble à priori compréhensible e dans l'exercice à ce niveau de responsabilités. En effet, une résistance totale au changement de paradigme des valeurs risquerait de donner une image du dirigeant dissidente et décaler de la fonction.

### 6.5.2. Les normes subjectives

Selon Ajzen, il s'agit ici de comprendre dans quelle mesure les dimensions sociales, renvoyant aux normes sociales des dirigeants, à leur capacité de résister à cette pression, à considérer l'image qu'ils souhaitent donner d'eux même dans ce contexte, et leur volonté de respecter les règles édictées par les codes de conduites mis en place par les instances du patronat, comment toutes ses dimensions influencent le dirigeant dans son choix d'adopter le changement de paradigme des valeurs.

Dans l'analyse des discours que nous avons menée, nous avons constaté que « *les événements passés laissent des traces dans l'expérience du présent, si bien que les rapports des individus à leur environnement ne sont pas radicalement inventés par eux, mais nécessairement médiatisés par des indexations sociales et des savoir-faire collectifs intériorisés* » (Fillietaz, Roulet & Grobet (2001))

Pour exemple, nous nous sommes intéressés à **l'influence de la formation universitaire** sur l'intention comportementale des dirigeants. En effet majoritairement diplômés de formations d'excellence en management et en science de l'ingénieur, l'opinion générale veut que les grands patrons cultivent un « entre-soi » universitaire comparable à celui des hauts fonctionnaires. Et si l'on recrute toujours les dirigeants dans les mêmes cercles, doit-on alors considérer que l'élitisme patronal en France est un frein à une pensée plus inclusive des valeurs ? Un dirigeant interrogé répond « *Vous savez il y a beaucoup de grands entrepreneurs en France qui ont réussi sans faire de grande école que ce soit Mulliez, Yves Rocher, Bouygues, Pinault, Ricard, Decaux, et plus récemment Niel. Ils apportent beaucoup à cet univers très codifié, si c'est ce que vous voulez dire par « élite »* »

Pour autant, un diplôme des meilleures écoles françaises (ENA, Polytechnique, HEC), est et reste un « blanc-seing » pour accéder au poste de dirigeant d'une entreprise du CAC40 et l'homogénéité de cette élite économique ne semble pas jouer pas en la faveur d'un brassage des convictions capitalistiques.

Tous les dirigeants de notre échantillon ont fait une grande école prestigieuse ou un diplôme des meilleures universités françaises, voire pour certains (12%) ils cumulent deux diplômes. En comparant avec le passé, on note une évolution des proportions de dirigeants issus de l'atout « carrière » celui d'un parcours professionnel en entreprise privée et d'une ancienneté plus ou moins longue dans l'entreprise qu'ils dirigent aujourd'hui. Cette catégorie représente 62,5% de notre panel, tandis que 31% sont issus de l'atout « État »<sup>200</sup>. Ce mouvement en constante évolution depuis les années 2000 ne se fait pas pour autant au détriment des dirigeants d'atout « État », ce groupe restant stable depuis 2007. Comet fait d'ailleurs remarquer qu'« *il n'y a pas d'autres pays où l'État joue un tel rôle dans la formation des élites économiques.* »

Au-delà du diplôme qui reste un critère très franco-français, nous avons remarqué **l'influence du mentor** ou du moins d'une personne référente pour les dirigeants de notre panel. Une proportion significative des dirigeants (40%) de notre échantillon ont dans leur carrière croisé le chemin d'une personne avec laquelle ils ont établi des liens de « mentoring » ou pour l'un d'entre eux des liens qu'il qualifie de « filiaux ». Pour autant nous n'avons pas trouvé de confirmation dans les verbatim ou dans les données secondaires, que ce lien a été instrumental et a influencé le dirigeant dans ses choix pour ses stratégies singulières et notamment pour celles liées à un changement de paradigme des valeurs.

Cependant pour le groupe des dirigeants « précurseurs » nous constatons qu'il existe un fort alignement, et de longue date, entre les convictions du référent et celles de son « protégé » (ou « dauphin » s'il lui a succédé). On peut donc envisager si ce n'est une influence, qu'il existe peut-être, une continuité quand les convictions sont partagées depuis longtemps et que l'adage « qui se ressemble s'assemble » fait foi.

Il est d'ailleurs intéressant de noter que dans l'année 2018 un certain nombre de dirigeants du CAC40 a été renouvelé. Dans 100% des cas, les nouvelles nominations au poste de dirigeant sont soit issues de la promotion d'un proche et fidèle du dirigeant sortant, soit d'une nomination avec validation de l'État français. Il est à noter par ailleurs que lorsque la nomination d'un dauphin a eu lieu elle s'accompagne généralement d'une nouvelle gouvernance qui sépare les fonctions de Directeur Général du poste de Président, alors occupé par le dirigeant sortant.

---

<sup>200</sup> Dirigeant issus de l'ENA ou Polytechnique avec un passage par un cabinet ministériel ou la haute fonction publique avant de rejoindre le privé

Nous nous sommes aussi interrogés sur **l'influence des groupes d'appartenances des dirigeants**. Une ex-dirigeante d'une société du SBF120 commente « *On a des élites qui sont beaucoup trop fermées, ça je le pense. Elles ont des points communs, les gens se fréquentent entre eux, ils lisent les mêmes journaux, ils adorent l'opéra, ils ont les mêmes loisirs, voilà. Donc il y a les moments où effectivement on se dit « ouvrons un peu les fenêtres » !... Nous sommes dans un système où je pense que les élites françaises sont comme une sorte de couvercle* ».

En quoi le groupe d'appartenance peut-il alors influencer les stratégies singulières des dirigeants de notre échantillon ? Notre analyse a fait ressortir les éléments suivants :

- la majorité des dirigeants est administrateur d'une ou plus des entreprises de notre panel, ce qui laisse à penser qu'il existe toujours des solidarités patronales importantes au sein du CAC40, ce que Girard et Gates (2014) qualifient de « *réseau social informel de dirigeants partageant les mêmes idées au sein des conseils d'administration de ces grandes entreprises* ». Ceci est en partie dû à l'héritage des participations croisées des années 90.
- Les données sur les équipes dirigeantes et les membres des conseils d'administration font apparaître que les dirigeants vont majoritairement recruter dans leur réseau d'école et lieux de socialisation. Cet état de fait rejoint tout à fait les conclusions faites par Kramarz et Thesmar (2013).

Par ailleurs si à l'unanimité les dirigeants interrogés confirment avoir mis en place des stratégies de transformation digitale et de gestion des talents, deux des principaux enjeux internes des entreprises, on constate paradoxalement une sous-représentation des fonctions Digitale et HR au sein des conseils d'administration. Les profils des administrateurs restent en majorité des « ex » dirigeants et des « financiers ». Il est à noter que tous les dirigeants de notre échantillon ont un conseil d'administration qui s'est féminisé, la médiatisation des mauvais élèves ainsi que l'application stricte de la loi en cas de non-respect (gel des jetons de présence et annulation des nouvelles nominations ne répondant pas aux critères) ont aidé à faire des dirigeants de notre échantillon des modèles européens dans ce domaine. L'un d'entre eux acquiesce « *je pense que l'État qui intervient dans le sujet sociétal c'est bien. Par exemple pour la loi*



*Copé-Zimmerman, c'était une nécessité sinon nous n'aurions pas avancé comme nous venons de le faire ces cinq dernières années sur la féminisation des fonctions de dirigeants dans l'entreprise. J'ai vu le fonctionnement des conseils depuis l'arrivée des femmes, ils sont meilleurs, les femmes sont plus studieuses et permettent des discussions plus harmonieuses. Pour ce qui est de l'égalité sur les salaires, il y a encore du travail* » D9. Nous reviendrons par ailleurs, sur la façon dont les dirigeants envisagent le rôle de l'État dans l'économie plus en aval ;

- 100% d'entre eux, sont membre de l'AFEP. Même si cela semble être convenu pour les entreprises du CAC40, il est un état de fait qu'aucun d'entre eux n'ose sortir de ce cadre associatif et de ce qu'il est bien vu de faire à ce niveau de responsabilité. L'un des dirigeants interrogés sur la question de la financiarisation des entreprises et de leur image auprès de la Société française commente alors « *Je reviens d'une réunion de l'Afep sur les 115 entreprises qui composent l'AFEP, nous représentons à peu près 13% de la richesse française en nos entreprises payent environ 21% de l'impôt total collecté en France. Il ne faut pas dire que les entreprises ne paient pas d'impôts en France c'est totalement faux* » D2. Nous lui demandons alors pourquoi selon lui la Société ne le perçoit pas de la même façon, il répond « *c'est probablement issu de l'histoire et de la couleur politique en France (communisme en France, faisant 30% dans les années 70). Le rôle de l'État est ici très important, il stigmatise beaucoup les entreprises* » D2

Un autre toujours très honnêtement partage ses doutes sur l'impact qu'il estime plutôt modéré de la part de ses groupes (AFEP et MEDEF) sur la Société. Selon lui ils ont plutôt un rôle de Lobby envers l'État et les autres entreprises. Un autre enfin clarifie à propos de l'engagement du dirigeant vis-à-vis du groupe d'appartenance « *Vous savez si vous parlez de l'élite des patrons il n'y a pas grand-chose à gagner pour un dirigeant à communiquer sur le terrain du politique, par contre son rôle c'est de communiquer sur les parties prenantes et sur ce que fait l'entreprise vis à vis des communautés mais il faut trouver la juste limite et ce n'est pas évident pour certains dirigeants. Il existe une spirale médiatico-politique avec un risque de perdre le lien avec son rôle du dirigeant* ». D9

D'ailleurs à ce propos, on relève les commentaires suivants sur un des dirigeants « d'atout carrière » interrogé : « peu à l'aise avec les Parisiens, les grandes écoles », « ne court pas les mondanités » « plutôt discret ».

Pour les dirigeants issus des grands corps de l'État, il semble au contraire qu'il existe un héritage, celui du réseau qu'il faut entretenir. Un ancien conseiller observe à propos de l'un d'entre eux : « *Il ne prend pas comme d'autres son pied à arpenter les arcanes du pouvoir. Il le fait si c'est efficace.* » quand pour un autre on lit qu'il « *déjeune avec les patrons, dîne avec les politiques* ». Dans les faits, cette « co-pénétration » publique-privée est très vite devenue un instrument d'influence des multinationales françaises sur les autorités publiques, et très peu à l'inverse. Ces dirigeants censés avoir été nourris aux valeurs de l'intérêt général, se comportent-ils différemment des autres ? Si l'on regarde aux notions d'égalité salariale et de distribution de dividendes, il ne semble pas que cela soit le cas.

Nombre d'entre eux font partie d'un « cercle patronal de réflexion » dont l'objectif est souvent de repenser l'engagement de l'entreprise dans son écosystème et l'avenir du capitalisme français, auxquels ils souhaitent pouvoir donner leur voix dans le sens qui est le leur. Pour un dirigeant « précurseur » la solution ne se trouve pas dans les réflexions mais dans l'action « *Certains pensent qu'on change le monde à Davos – j'en doute. Je pense qu'on change le monde au ras du sol, au plus près de la vie des gens* » D4 il y a chez ces derniers une volonté de dépasser le processus de formalisation du problème pour s'exposer directement au terrain et résoudre la situation sur un mode très instinctif.

Quoi qu'il en soit et malgré le développement des technologies digitales, la prise de parole publique des dirigeants du CAC40 reste rare et participe d'un objectif d'image ou d'information, totalement contrôlé. En règle générale la discrétion reste de mise et nous ne constatons de réactions ou tweet engagés publiés comme nous pourrions le voir aux États-Unis avec certains dirigeants comme Elon Musk.

Nous nous sommes enfin questionnés afin de comprendre si l'influence de la carrière à l'étranger pourrait permettre d'appréhender différemment le monde des affaires et la vision de l'avenir du capitalisme français. La moitié de notre panel de dirigeants a fait une partie de sa carrière à l'étranger. Tous ont rapporté dans leurs bagages une expérience qui disent-ils « les a façonnés ». L'un commente « *Ce que j'ai retenu de la culture de l'entreprise où j'ai travaillé à l'étranger, c'est la performance. Elle prend le dessus sur tout le reste* » D5.

Un dirigeant ajoute encore : « *Je suis un français avec un long parcours à l'étranger. Est-ce que le milieu dans lequel nous baignons nous influence et modèle notre management et vision stratégique ? Je dis oui, tout à fait. Par exemple, sur le sujet des rémunérations, en prenant le poste de dirigeant je les ai tout de suite alignées sur le système que je connaissais par expérience, ambitieux mais mesurable avec une composante attachée au résultat de l'entreprise et un « variable important ». Je n'ai pas été bien accueilli au départ avec cette décision. Par contre j'ai recherché tout de suite la cohérence entre le PDG, la première ligne et la seconde ligne de la C-suite managériale, et cela vous voyez c'est plutôt une influence égalitaire qui vient de mon côté français !* » D9

Pour les dirigeants qui n'ont pas fait carrière à l'international, il semble que la question du concept de citoyenneté des entreprises françaises, soit quelque peu hors sujet. L'un d'entre eux nous rappelle qu'il a un flottant de 98% dont la grande majorité est constituée de fonds institutionnels étrangers et que même s'il n'a pas fait sa carrière à l'étranger, la globalisation des entreprises fait qu'il interagit régulièrement avec eux et qu'il prend en compte ces attentes qui peuvent être complètement différentes.

En effet, dans un contexte d'universalisation des enjeux et d'interdépendances économiques, politiques et sociales mondiales, la notion de territorialité des entreprises françaises est en train de disparaître au profit d'opportunités permettant aux grands fleurons français de conserver leur compétitivité. Les dirigeants se retrouvent donc tiraillés entre leur origine nationale, les enjeux sociétaux de leur pays d'appartenance, et la compétition internationale qui écrase cette notion de territorialité, ses attentes et ses lois. Pour autant la notion culturelle et d'appartenance aux racines françaises semble unanime dans notre échantillon.

Un dirigeant insiste « *Je ne crois pas en cette idée du « je dénie la réalité initiale de mon entreprise, je deviens mondial, global et je n'ai plus aucune racine locale* » D1, un autre dirigeant ajoute « *Quand on est à l'aise avec ses origines et qu'on considère que c'est plutôt une chance d'être français, on ne se pose pas ces questions métaphysiques* » D16.

Pour autant et dans les faits, il reste peu d'entreprises du CAC40 qui font plus de 50% de leur chiffre d'affaire, ou qui emploient plus d'un tiers de leurs effectifs dans l'hexagone, à l'exception historique, des grandes entreprises issues du service public comme EDF ou Orange (ex France Telecom).

Il est à noter que dans notre échantillon, trois dirigeants disposent d'un format juridique Européen, leur permettant de transférer le cas éventuel, le siège de l'entreprise hors de France. Dans les faits, et pour justifier ce choix, le service juridique de l'un d'eux, commente « *Le statut de société européenne reflétera mieux la nature et la dimension européenne et internationale du groupe* » quand le second dirigeant invoque la neutralité territoriale de la société européenne qui lui a permis d'éviter des querelles nationales lors de son rapprochement avec son concurrent d'un pays voisin. Le dernier déclare enfin « *L'une des conditions du développement de notre groupe, c'est d'être profondément global. Si on veut être près de nos clients, il faut que nos dirigeants soient proches de leurs marchés. Il ne faut pas des sièges sociaux "tour d'ivoire", séparés des équipes opérationnelles* » D16

Il semble que ces décisions sont le fruit d'une réflexion stratégique de la part de ces dirigeants, qui y voient un levier de croissance et de compétitivité, qui leur permet d'aplanir les disparités nationales françaises dans le cas de développement de projets transfrontaliers avec ou sans autres partenaires européens.

Un dirigeant regrette de son côté que les bénéfices de la mondialisation qui sont réels pour la France ne soient pas suffisamment mis en perspective vis-à-vis des conséquences, il commente « *On a, et de façon indéniable, une disjonction croissante entre l'économie, qui est par construction mondiale, et le social qui est par construction local. Et au niveau local, en France particulièrement, nos concitoyens voient peu, parce qu'on leur a mal expliqué, les effets positifs de la mondialisation. Et du coup, ils n'en voient que les effets négatifs à travers des restructurations, des suppressions d'emplois, et des suppressions de protection sociale. Et au fond il y a une espèce de hantise progressive du déclassement.* » D8

D'autres regrettent de ne pas être considérés comme des défenseurs des fleurons français à l'étranger. « *Il faut convaincre nos collaborateurs, et plus largement les citoyens, du fait que la mondialisation n'est pas une menace pour la France. La France elle a été grande quand elle a conçu le monde, elle a été grande quand elle a eu des philosophes, des intellectuels qui ont pensé au-delà des frontières* » D

Alors comment les dirigeants envisagent-ils leur capacité à avoir un impact sociétal positif qui privilégierait la France ? Pour clore le sujet, l'un d'eux ajoute « *On peut être influencé par l'histoire et les racines de l'entreprise mais dans une entreprise globale si vous souhaitez*

*donner les mêmes chances à tous vos employés dans le monde, il faut faire attention que les personnes n'aient pas la sensation que le centre du monde est la France ». D9,*

En dehors de éléments de recherche sur les croyances normatives du dirigeant, nous avons considéré ce qu'il est bien vu de faire dans le contexte actuel. Nous avons cherché la encore à savoir si les dirigeants consacraient une énergie de conviction ou plus méthodiquement organisaient un « tick the box » pragmatique pour satisfaire aux exigences sociétales et à celles de l'image d'entreprise responsable. Nous avons identifié :

- **Se doter d'une raison d'être :**

La possibilité offerte par la loi PACTE de faire figurer dans les statuts de l'entreprise une « raison d'être » a permis aux dirigeants du CAC40 de se saisir de l'opportunité qui leur était donnée de démontrer leur engagement Sociétal. Ainsi depuis le vote (avril 2019), un tiers des dirigeants du CAC40 ont abordé le sujet durant leur assemblée générale des actionnaires du printemps 2019 et trois l'ont fait voter durant cette même réunion.

Gageons que certains n'avaient pas attendu la loi pour agir et s'étaient déjà doté d'une approche plus prospective et mobilisatrice pour leur entreprise, c'est le cas pour les dirigeants « précurseurs » ou « adoptants précoces » de notre panel.

L'un d'entre eux justifie *« La raison d'être permet de joindre le passé au présent ; c'est l'ADN de l'entreprise. Elle n'a pas de signification économique, mais relève plutôt de la vision et du sens. Cette belle expression n'a rien non plus de théorique, elle est au contraire très pratique. Quelle est la cause défendue ? Dans quelles perspectives situe-t-elle l'entreprise ? La raison d'être est un bien partagé qui engage et aligne tout le monde. C'est quelque chose de profond »*

*D14*

Cette dernière trouve un ancrage à la fois dans l'histoire de l'entreprise, dans les projets qu'elle entrevoit pour l'avenir, mais aussi et surtout condition sine qua non, dans le quotidien de l'entreprise. Elle est singulière et traduit le pourquoi l'entreprise existe. C'est en ce sens qu'elle fait partie de l'ADN, et qu'elle est inspirante parce qu'elle est unique et comprise par tous et toutes dans et à l'extérieur de l'entreprise.

La lecture des verbatim des raisons d'être du reste de notre échantillon quand elle existe, fait ressortir des engagements très ambitieux « *nous permettons en toute confiance* », « *parvenir* », « *contribuer à un avenir meilleur* » « *ressourcer le monde* » « *réinventer le vivre-ensemble* » dans l'inclusion maximum « *accessible à tous* », « *au plus grand nombre* » « *l'humanité* », avec une couverture géographique tout aussi importante, « *partout dans le monde* » « *ancrage dans les territoires* » et une notion de temps long « *pour le futur* », « *durablement* », « *dans la durée* ». Même si l'on peut saluer la proactivité de certains dirigeants qui se sont emparés du sujet, il semble que l'exercice traite plutôt du « *comment* » que du « *pourquoi* » cet engagement, au risque de tomber dans l'énonciation de bonnes intentions consensuelles et pragmatiques, ou pire la justification.

Il faut aussi se méfier du risque inverse, celui pour le dirigeant de se sentir investi d'une mission qui va bien au-delà à priori du rôle que doivent jouer les acteurs économiques et du rôle de l'entreprise dans la Société. Quand on demande aux dirigeants adoptants précoces, ce que la raison d'être évoque pour eux l'un d'entre eux explique qu'il faut y voir un catalyseur d'une réconciliation des valeurs actionnariale et partenariale « *Pour nous, il s'agit de mettre en lumière l'utilité de l'entreprise au service de toutes ces parties prenantes. C'est parce qu'elle est utile qu'elle est prospère et non l'inverse. Notre raison sera notamment mise en œuvre par le biais d'objectifs sociaux, sociétaux ou environnementaux auxquels sera apporté le même degré d'exigence qu'aux objectifs financiers.* » D11

Pour les dirigeants pragmatiques de notre panel, « *Passer du silence prudent à la parole militante pour prendre le « parti de l'entreprise » - l'entreprise étant comprise comme aventure collective et source de prospérité partagée - n'est pas toujours aisé, mais c'est bien là le sens de notre engagement commun* » D8.

Ces derniers prennent conscience que la définition d'une raison d'être ne sera pas suffisante pour restaurer la confiance dans l'entreprise. Ils vont devoir convaincre leurs parties prenantes du bienfondé d'une telle reconnaissance de leur engagement dans leurs statuts et les mesures associées (les statuts ne sont pas toujours modifiés), à commencer par leurs clients, leurs actionnaires mais aussi leurs employés.

Certains plus « conservateurs », ont pris la décision de ne rien changer, arguant que la raison *« d'exister, c'est de créer de la valeur et du sens. Cette raison d'être est inscrite dans l'ADN du Groupe, dans ses produits qui sont tous très naturels au départ. »* D3

- **Se doter d'un projet qui intègre des éléments « ESG » :**

Tous les dirigeants de notre panel ont mis en place un programme de transformation dédié qui vise à accroître la création de valeur pour toutes les parties prenantes avec des résultats tangibles dans un horizon de temps plus ou moins long et fonction des ambitions liées à ces engagements. La première étape est consensuelle, elle concerne pour tous, des réductions d'émissions de CO<sub>2</sub>, des économies de matières premières et d'énergie et peuvent s'apparenter à de l'optimisation de coûts plus qu'à une réelle démarche écologique. Ceci peut s'expliquer en priorité par une décision opportuniste de promouvoir une image engagée en même temps qu'une démarche de développement durable induit forcément des économies. La dimension économique est effectivement très importante compte tenu des économies réalisables, dans un contexte de hausse des coûts de l'énergie. Un dirigeant commente *« C'est aussi un formidable outil de mobilisation en interne dans toutes les équipes sur le terrain, qui s'impliquent fortement dans les initiatives du projet »* D6

Mais cela peut parfois se retourner contre certains et se transformer en « green-washing » quand ils finissent par abandonner ces initiatives au motif qu'elles deviennent trop coûteuses et imposent une vraie transformation du business model ou qu'elles remettent en question l'image qu'ils souhaitent véhiculer de leur entreprise. Un dirigeant de notre panel qui participait à la COP21 (2015), avait ainsi été accusé d'être le moins transparent sur impact environnemental de son entreprise, un de ses collaborateurs confiait pour s'en justifier *« nous ne pouvons pas forcer nos franchisés à faire remonter l'information environnementale »*. Dans une interview donnée l'année qui suivit, le dirigeant du groupe confiait alors *« la RSE sera bientôt au cœur du management des entreprises. Elle en est là où était la « Qualité » il y a 40 ans : une voie essentielle encore pratiquée par les seuls pionniers. Jusqu'à ce qu'on réalise que c'est un investissement qui rapporte beaucoup... sur le long terme ! »* D6 Il y a effectivement une prise de conscience que comme la sécurité ou la qualité, l'enjeu de la RSE sera demain au même niveau dans les plans stratégiques des entreprises. Cette affirmation opportuniste démontre aussi que les dirigeants sont en quête d'indicateurs de performance pour les aider à déployer ce

processus dans l'entreprise sans risquer de partir dans tous les sens mais en se concentrant sur ceux qui génèrent de la valeur.

A la question de savoir si est possible pour une entreprise de communiquer sur ses « bonnes actions » sans le risque de s'exposer aux critiques, un dirigeant précurseur partage « non c'est impossible. Il faut assumer nos actions, être capable de comprendre pourquoi on ne va pas plus vite sur le sujet du plastique, par exemple. Il faut en parler, le partager. L'entreprise n'est plus fermée. Il faut accepter de reconnaître ce qui n'est pas parfait, d'être critiqué et de créer le débat. » D4

Il est intéressant de constater chez ce profil de dirigeant qu'ils mettent en action le changement quoi qu'il leur en coûte d'un point de vue personnel. En se rendant visible, et en communiquant sur leur engagement, ces dirigeants s'exposent ainsi à rendre des comptes et à être interpellés par les parties prenantes de l'entreprise. Ils ont conscience qu'aucune entreprise n'est parfaite et acceptent de communiquer aussi sur les progrès qui restent à faire pour permettre au changement de paradigme d'être pérenne et de dépasser leur conviction personnelle dans l'espace et dans le temps.

La majorité des dirigeants de notre échantillon reconnaissent que pour se prémunir d'un tel traitement médiatique, ils ont dû faire évoluer considérablement la transparence de leurs engagements ESG, et investir pour reporter leur engagement de façon tangible. Ils ne manquent pas de critères de mesure basés sur des méthodologies souvent propres à chaque entreprise. Il manque donc plutôt d'une taxonomie, et de moyens de recensements communs pour organiser une mesure qui permette de couvrir de façon homogène et juste les dimensions :

Du résultat (réalisations obtenues par une activité/organisation/projet)

De l'impact (changements apportés grâce aux réalisations auprès des bénéficiaires et leur communauté).

A ce propos, les défis pour les dirigeants de notre échantillon sont importants pour trouver des indicateurs non seulement pertinents mais aussi pour s'assurer de ne pas s'attribuer indument les bénéfices de certains impacts qui n'en seraient pas. Car si la mesure de l'impact peut potentiellement se calculer au niveau des résultats externes sur les populations, la communauté, elle reste pratiquement impossible à quantifier en interne en termes d'impacts sur la bottom line de l'entreprise.



Pour les « précurseurs » ceci ne peut être une justification pour l'inaction. L'un d'eux commente « J'encourage donc chacun et chacune à trouver en soi cette source d'indignation qui fait que l'on devient activiste. Être activiste, c'est comprendre que la fécondité et la puissance de démarches engagées ne se mesurent pas forcément dans les chiffres » D4

Pour autant, les systèmes d'intéressements des dirigeants de notre échantillon ont pour la majorité (avec celui de leurs employés) été revus pour inclure des critères ESG leur permettant d'être en cohérence avec les engagements pris au niveau de l'entreprise. Les raisons sont multiples, nous avons cité la transparence, mais il y a aussi et surtout un enjeu d'image à démontrer aux investisseurs mais aussi aux équipes, l'exemplarité de la direction et la considération portés aux objectifs extra-financiers.

Un dirigeant interrogé nous confie qu'il a lui-même porté ce sujet au conseil d'administration. Il nous précise qu'avec la mise en place du programme de transformation RSE, il a proposé que 20% de sa rémunération variable qualitative annuelle soit basée sur des critères qualitatifs dont 10% sur les critères ESG. Quand nous lui posons la question de savoir s'il trouve que 10% est un chiffre significatif, le dirigeant semble agacé et nous renvoie à la nouvelle réglementation du « say on pay » qui suscite déjà pour lui, une incertitude voire une certaine tension sur la validation de ses rémunérations.

De son côté un dirigeant « précurseur » explique que cela est en place dans son entreprise depuis 2009. « C'est l'année où nous avons décidé qu'un tiers des bonus des managers serait lié à l'impact sociétal – et notamment à notre empreinte carbone. Si les 15 000 managers de l'entreprise ont le CO2 en ligne de mire pour leur bonus, ils sont obligés de l'intégrer – ce n'est plus qu'une idée saugrenue qui appartient aux patrons. » D4

Confrontés à une pression de plus en plus forte de leurs parties prenantes, les dirigeants du CAC40 se sont engagés dans un reporting plus transparent sur leur stratégie « climat », et démontrent un engagement croissant.

Pour autant dans le rapport annuel d'EcoAct, on note une disparité très forte entre les entreprises leaders et les dernières du classement du CAC40, lorsqu'il s'agit de la neutralité carbone par exemple seulement 10 d'entre elles y font référence en tant qu'engagement, et seulement 5% du CAC40 a atteint la neutralité en 2019. De notre échantillon 5 dirigeants sont considérés comme leader sur ce sujet particulier au travers de deux stratégies complémentaires.

D'une part la réduction massive d'émissions de gaz à effet de serre (avec notamment l'adoption de technologies bas carbone, ou la prise en compte d'un prix carbone dans les décisions d'investissement),

- et de l'autre la compensation des émissions résiduelles produites par l'entreprise (au travers l'achat de crédits carbone certifiés).

Ceci a même motivé certains dirigeants de notre panel à mettre en place des opérations de crédit bancaire avec composante RSE, aussi appelés des crédits verts ou « à impact ». 3 dirigeants de notre panel ont fait ce choix, chacun d'entre eux se trouvant dans un profil différent de comportement face au changement de paradigme.

- **Présenter un reporting intégré,**

Si ceci fait écho à notre point précédent sur la notion de transparence, cela permet surtout d'apporter un outil à disposition du dirigeant pour raconter de façon plus transparente « une histoire », celle de l'entreprise et de mettre sur le même niveau les éléments financiers et extra-financiers sur une échelle de temps plus longue que le court termisme ambiant. En ce sens il est un rapport « pivot ». Certains groupes l'ont pris comme exemple pour donner plus de visibilité à leurs choix stratégiques et à la valeur créée pour la Société. A Juin 2019, 23 entreprises du CAC 40 ont publié un rapport intégré. De notre panel de dirigeants, 50% ont publié un reporting intégré en 2018 dont 20% pour la première fois. Ils reconnaissent qu'en retenant les 6 capitaux de l'entreprise à savoir, financiers, industriels, humains, intellectuels, naturels et sociaux, cela leur permet de façon plus synthétique, de redonner du sens à la communication financière de leur entreprise. Le reporting intégré donne une vision à la fois claire et concise de la stratégie, considérant chaque élément de sa chaîne de valeur dans son horizontalité et donnant les éléments pour se projeter dans le temps.

Un dirigeant rappelle tout de fois que dans l'histoire des communications avec les investisseurs ce dernier s'est adapté en permanences aux attentes et exigences des actionnaires. Il décrit cela *« Je pense que nous sommes dans une situation très schizophrène. La règle il y a 15 ans était assez claire. Les actionnaires qui s'exprimaient, voulaient créer de la valeur assez vite et pas nécessairement de façon durable. Il n'y avait pas ou peu de discussion sur la répartition de la valeur et sur l'éthique des affaires. Par Éthique je parle de conformité, sécurité, plan de succession, rôle des femmes dans l'entreprise. Ces sujets sont apparus très récemment et sont portés de façon très différente par les actionnaires aujourd'hui. Et ce changement de cap s'est développé extrêmement rapidement »*, il ajoute *« Je me souviens parfaitement que pendant des*

*années, dans les communications avec les actionnaires sur des sujets comme le QHSE, la gestion talents, on nous écoutait poliment mais honnêtement on voyait bien qu'on n'intéressait pas les actionnaires avec ses sujets. Il n'y avait pas de questions et pas d'exigences particulières sur ces domaines de l'entreprise.» D9* et avec cela le dirigeant termine en confirmant que le spectre de ce que recouvre la partie prenante « actionnaire » est aujourd'hui beaucoup plus étendu et qu'il se retrouve dans une même communication aux actionnaires à devoir couvrir des questions de plus en plus variées allant du résultat financier pur à des justifications sur les responsabilités sociétales de l'entreprise.

Le dirigeant interviewé reconnaît ici que son rôle n'est pas de créer les moyens de faire changer les mentalités ou les attentes des analystes mais au contraire de s'adapter à ces nouvelles demandes et contraintes et de pouvoir répondre au plus grand nombre de parties prenantes en même temps. Son discours confirme l'adaptation des communications en fonction des nouvelles exigences.

Dans l'analyse des discours que nous avons menée sur les normes subjectives, là encore nous n'identifions pas de caractéristiques nous permettant de faire référence à un profil de dirigeant de type « retardataire ».

### **Enfin existe-t-il une volonté de se soumettre des dirigeants de notre échantillon à la pression sociale ?**

C'est tout le débat critique qui permet de faire émerger un sens nouveau au capitalisme. Les dirigeants « précurseurs » et les « adoptants précoces » ont une conscience aiguë du sens de l'urgence d'un changement de paradigme des valeurs, mais aussi, et nous l'avons noté, une vraie vision de l'après pourrait être, et c'est probablement ce qui les incitent à prendre ce risque et à le promouvoir auprès de leurs pairs. L'un d'entre eux déclare : *« La défiance des Français vis-à-vis des entreprises, notamment des plus grandes, vient du fait qu'ils ont la sensation que le succès des entreprises ne contribue pas à l'intérêt général et qu'il ne profite qu'aux actionnaires [...] La thèse défendue par l'École de Chicago [...] est épuisée, son heure est passée. Aujourd'hui, il est urgent de proposer une nouvelle pensée sur l'entreprise, capable*

*d'en soutenir la marche au cours des trente années à venir, dans un monde en transition. »  
D11.*

« Seul on va plus vite, à plusieurs on va plus loin » voici probablement l'adage qui s'applique pour les « pragmatiques » et « les conservateurs » de notre échantillon. Conscients des difficultés liées à la mise en place de tels changements ils s'appliquent à demander l'avis des parties prenantes pour être sûr que si changement de paradigme il y a, celui-ci sera vraiment nécessaire et correspond à une situation pour laquelle ils ont pris en compte le risque de ne rien faire et surtout sera adaptable à leur business model. Leur volonté de se soumettre passe par la compréhension des attentes des parties prenantes. Un dirigeant de ce panel explique « *Cette croisade ne se mène pas en solitaire et nous devons inventer de nouvelles formes de collaborations. C'est pourquoi nous annoncerons cette semaine la composition de notre Comité d'orientation métier, qui rassemble des experts indépendants – scientifique, responsable d'ONG, économiste, industriel, producteur, à la croisée de tous ces enjeux. Ils ont pour mission de nous engager à être toujours plus ambitieux, à dépasser l'horizon de temps d'une entreprise. Car le temps nous est compté, et notre entreprise entend être de ceux qui relèveront le grand défi de notre siècle. » D1.*

On voit bien qu'à partir du groupe « des pragmatiques » et suivants, la norme subjective joue un rôle prépondérant sur l'attitude et les croyances comportementales individuelles, dans les choix faits par les dirigeants de se soumettre ou non au changement de paradigme.

### 6.5.3. La perception du contrôle

Les croyances de contrôle et à fortiori la perception du contrôle par le dirigeant sont des éléments fondamentaux qui apportent de la cohérence entre l'intention comportementale et le comportement associé du dirigeant. Elles sont à l'origine de l'évolution de la théorie de l'action raisonnée vers celle du comportement planifié, et sont la réponse aux critiques adressées à Ajzen sur la prise en compte des contraintes et situations facilitatrices du changement. Elles représentent la capacité, la latitude offerte au dirigeant d'envisager le changement de paradigme des valeurs comme une opportunité ou au contraire comme une contrainte supplémentaire qui vient se rajouter à la longue liste des facteurs de risques à gérer pour que son entreprise soit pérenne dans le temps. Elles matérialisent le « peuvent ils » de notre questionnaire sur les

dirigeants. Il est important de noter que la motivation du dirigeant lié à cette perception du contrôle nécessite tout de même une cohérence forte entre le contrôle perçu et contrôle réel, au risque de limiter le couple intention-comportement à des déclarations d'intention si l'écart est trop important.

Les verbatim catégorisés dans NVIVO, nous ont permis d'identifier les facteurs facilitateurs ou au contraire contraignants pour la conduite du changement de paradigme des valeurs, par le dirigeant. Nous avons retenu un mixte de perceptions du contrôle, intellectuelles et contextuelles, à la fois une notion d'outils à disposition (mesure de la valeur) mais aussi celle de la conjoncture temporelle (« je voudrais bien mais je ne peux pas pour l'instant, car je dois me concentrer sur... ») et dimensionnelle (enjeux locaux versus globaux) du changement. On identifie :

- La nature des contraintes économiques : au travers de l'universalisation des enjeux et interdépendances économiques et politiques versus la territorialité des enjeux sociétaux pour les grandes entreprises cotées.
- L'aspect réglementaire, la loi, les codes de conduite et les applications plus ou moins strictes en local versus une économie globale.
- Gouvernance, structure actionnariale et développement de l'activisme actionnarial en France.

### **La nature des contraintes économiques**

En abordant le thème de la globalisation économique, les dirigeants de notre échantillon s'accordent à décrire qu'ils se trouvent face à un paradoxe, voire à une certaine « schizophrénie » de l'obligation de croissance exponentielle et des échanges commerciaux mondiaux. La force de cette réalité est caractérisé par des verbatim très assertifs qui traduisent le caractère contraignant que ressentent les dirigeants à propos des différentes situations, mais en même temps, et de par la fonction qu'ils occupent, une certaine forme de résilience entendue face à l'incertitude ou aux contraintes de l'écosystème de l'entreprise.

### **La globalisation et ses imperfections :**

- Celle d'un indice CAC40 qui se porte plutôt bien à fin 2019 dans une croissance mondiale plutôt au ralenti ; Et même si l'indice a gagné 28% sur l'année 2019, principalement tiré vers le haut par le luxe, les dirigeants savent que cela fait suite à une

forte chute en 2018 dont celle spectaculaire d'Octobre, suite à la « guerre commerciale » déclenchée par les États-Unis avec la Chine. Pour autant ces derniers ne sont pas dupes et conviennent que le ralentissement de la croissance mondiale et en priorité dû à celui de la Chine qui subit la mutation de son propre modèle économique, qui en s'enrichissant, se rapproche d'une tendance baissière constatée dans les modèles capitalistiques des pays développés.

- Les menaces imprévisibles et souvent contradictoires de certains États puissants économiquement, au détriment du multilatéralisme. A l'été 2018 par exemple, pour se conformer à la loi américaine, les dirigeants français ont dû quitter l'Iran, ce qui a eu un impact négatif sur les résultats attendus de cette réouverture aux échanges commerciaux au Moyen Orient.
- Un autre dirigeant parle d'une évolution « dans un monde de nouveaux monopoles » D6 pour caractériser un des challenges économiques auxquels les dirigeants du CAC40 font face, en dehors de l'Europe. Quand un autre rappelle que ces challenges concernent tous les pays et l'avenir des économies monde. Il commente *« Je ne sais pas si le capitalisme est en crise. Il est au moins remis en question. En 1989, le mur de Berlin tombait, le capitalisme avait tout gagné. Les systèmes alternatifs avaient démontré leur inefficacité. Aujourd'hui, une partie de la société considère être victime de la mondialisation, tandis que la révolution numérique introduit, elle aussi, une dose d'anxiété. On peut ajouter à cela des excès de financiarisation, d'où est venue la crise de 2009-2010. Oui, nous sommes face à une contestation du capitalisme dans sa forme la plus dominante. Un autre phénomène prend une influence croissante, le capitalisme d'État. C'est un capitalisme conquérant au service d'institutions non démocratiques ».*  
D14
- Par ailleurs, l'interminable sortie du royaume Uni de l'Europe est aussi dans tous les esprits. Sur le terrain, les dirigeants ne savent pas encore toute l'étendue des conséquences économiques, logistiques, commerciales et humaines de ce changement.
- Le continent sud-américain qui avait connu une croissance vigoureuse dans les années 2000 est aujourd'hui un continent « malade » d'une inflation galopante qui touche de

nombreux pays (Mexique, Chili, Venezuela) et provoque des migrations économiques sans précédent. Les deux principales économies dominantes le Brésil et l'Argentine ne parviennent pas à contenir les effets d'une croissance en berne.

Ceci impose une flexibilité et une adaptabilité des stratégies et du business modèle de l'entreprise qui fait perdre beaucoup de sens à l'organisation qui semble subir des variations répétées de taille et de modèle hiérarchique, au prétexte de gérer des tendances sociétales, des cultures, en même temps que des contraintes économiques. Un dirigeant commente « Les nouvelles économies vont continuer à gagner en importance. Après la [Chine](#), ce sera l'[Inde](#), l'Afrique... Cela demande des modèles d'organisation et de croissance qui combinent la *capacité à innover et à agir au niveau mondial avec la capacité à intégrer les particularités locales. Le défi des grands groupes est de passer de l'international, l'export, au multi local* »  
D16

Au-delà des modèles et des adaptations des entreprises à des écosystèmes très mouvants, toutes ces incertitudes économiques liées à la globalisation provoquent des mouvements de contestations sociales locales qui se traduisent par des grèves, ou des manifestations souvent violentes pour dénoncer les augmentations ici du prix du diesel (France), ou là des tickets de métro (Chili). Alors dans cette équation quelle priorité les dirigeants du CAC40 peuvent-ils donner à l'aspect sociétal ? L'un d'entre eux, explique qu'« *on a, et de façon indéniable, une disjonction croissante entre l'économique, qui est par construction mondiale, et le social qui est par construction local* ». D8

Un autre dirigeant, constate « *Face aux inégalités les entreprises doivent s'engager* » ... « *la crise financière de 2008, le mouvement des gilets jaunes... Leur premier point commun ? La surprise qu'ils ont causée. Si nous n'avons pas été capables de les voir arriver, si nous n'avons pas été capables de les anticiper, il nous appartient de ne plus nous laisser distraire par des voyants erronés qui seraient au vert. Il nous appartient d'appréhender pleinement les effets sociaux de la croissance économique afin de la faire bénéficier au plus grand nombre et, in fine, de lutter contre les inégalités.* » D10

Les entreprises ont totalement intégré le fait que l'économie globalisée n'est pas équivalente à des États ou des cultures globalisées elles aussi. L'Europe en est un exemple tout à fait emblématique. Depuis Maastricht en 1992, l'Europe au travers de ses institutions n'a eu de

cesse de se concentrer sur l'aspect concurrentiel et économique de son marché intérieur, en oubliant d'y intégrer (en dehors des aspects politiques et militaires), les aspects sociétaux, et culturels qui lui font défaut aujourd'hui face au départ de la grande Bretagne. Quand les valeurs qui unissent les personnes sont connues de tous, chacun est amené à se demander si en partant il retrouvera la même chose ailleurs. Dans le cas précis on en parle que de contributions et subventions monétaires et d'un résultat net purement économique.

Il reste que les dirigeants français interrogés dans notre échantillon ont conscience de cette limite, et du rôle que l'entreprise doit jouer dans ce paradoxe, en tant que courroie de transmission d'un capitalisme plus inclusif. Pour autant tous n'ont pas le même appétit de montrer l'exemple, mais nous constatons chez les dirigeants « précurseurs », « adoptants précoces » et dans une certaine proportion « les pragmatiques », que ceux-ci deviennent de plus en plus partie prenante de la régulation socio-économique.

On perçoit un retournement de leur part et beaucoup de déclaration en faveur d'un changement de paradigme des valeurs « *Nous ne raisonnons plus en termes de performance technique et financière d'un côté, et de performance sociale et environnementale de l'autre, mais bien en termes de performance globale* » D8 mais aussi une redéfinition du rôle de l'entreprise qui parfois même pourrait questionner. Ceci n'est pas l'objet de notre recherche mais incite à envisager demain que les grandes entreprises seront celles qui, de par leur puissance économique, pourraient décider des orientations sociétales d'une nation ? cela est déjà le cas quand Amazon, Amazon, Facebook ou Microsoft décident d'allouer des millions de dollars (potentiellement économisés en impôts sur les sociétés) pour financer le développement de l'habitat dans les villes où les prix de l'immobilier s'est envolé avec leur présence (San Francisco, Seattle, etc). Si tel était le cas un jour, aussi faudrait-il alors plus de démocratie dans les nominations patronales et de concurrence entrepreneuriale pour permettre un capitalisme plus équilibré.

Même s'il convient que les évolutions du monde actuel ont permis de faire progresser le niveau moyen des populations, un des dirigeants « précurseurs » de notre panel, insiste quoi qu'il en soit, sur le sens de l'urgence posé par la situation économique mondiale « (...) *Si on se contente de beaux discours et de toucher ses stock-options, cela se terminera dans la violence* ». D4

Un autre prend conscience de la limite du modèle « *Je pense que durablement même si vous êtes technologiquement très en avance même si éventuellement vous avez le meilleur prix, si les*



*consommateurs ont le sentiment que vous ne respectez pas des valeurs fondamentales, dans le respect du droit au travail, dans les conditions de travail, à un moment donné ils voteront contre vous. » D2*

Il semble que la redéfinition du capitalisme mondial et la mesure de la valeur économique créée soit au centre de toutes les attentions. Interrogé sur savoir si le profit est toujours la pierre angulaire sur laquelle doivent se focaliser les dirigeants l'un d'entre eux, commente « *Un entrepreneur n'est pas un intellectuel, c'est quelqu'un qui se projette dans le futur et pense qu'il peut le transformer en succès. Et si ça ne marche pas, il se plante. A la différence de la sphère publique, l'entreprise est un lieu d'expérimentation continu. Mais pour se projeter et prendre le risque de l'échec, il faut du capital, et le capital c'est du profit accumulé. C'est sa première justification. » D6*

Les dirigeants « conservateur » estiment qu'ils n'ont pas à l'heure actuelle, les outils nécessaires à la réconciliation des valeurs, à leur disposition et que la problématique semblerait venir de la difficulté de se rejoindre sur une approche globale commune de l'engagement des entreprises au niveau sociétale mais aussi des critères de valorisation de cet engagement par les marchés financiers.

Un dirigeant nous confie à ce propos « *Même si les analystes américains vont se focaliser plus sur l'Earning Per Share (EPS) et les Européens sur le Return On Capital Employed (ROCE), on se rejoint tout de même sur le terrain commun des critères financiers. Par contre de mon point de vue, on ne se retrouve pas sur les critères sociétaux de la gouvernance, de l'éthique, et des valeurs ».* D9

Il y a dans ce discours la crainte, de se voir sanctionner par le marché sur une incompréhension ou du moins une incapacité à comparer avec d'autres pour juger d'une performance équivalente ou supérieure. Cette crainte conduit généralement le dirigeant au doute et donc à une position attentiste vis-à-vis du changement de paradigme.

De leur côté, les « adoptants précoces » et les « précurseurs » envisagent une valeur réconciliée comme source de performance retrouvée et estiment, même si cela est difficile à harmoniser, qu'il leur faut imposer cette catégorisation comme référence sur les marchés financiers. Il leur faut montrer que la valeur réconciliée est la convergence d'une performance multidimensionnelle et qu'elle participe à générer la portion actionnariale leur revenant. L'un

d'entre eux confirme : *« La performance doit être multidimensionnelle. L'entreprise et ses dirigeants ne peuvent plus être évalués sur le seul accroissement du profit. Cette convergence entre performance financière et extra-financière faciliterait la transformation. Et c'est une demande qui va de plus en plus être portée par les actionnaires eux-mêmes car les investisseurs y ont tout autant intérêt que les entreprises. Nous sommes à un moment d'inflexion pour le capitalisme » D4.*

Il est intéressant de voir dans ce discours la notion du point d'inflexion (gouffre), tel que celui décrit par Moore pour le passage d'une innovation de niche à celui d'une innovation de masse. Il y a dans ce discours un caractère irréversible, qui donne à penser qu'on ne pourra plus faire autrement et que le changement de paradigme est en chemin. Pour autant ce dernier constate que l'objectif ne sera atteint que lorsque tous les acteurs auront pris leur responsabilité dans la transformation qui se joue. Il commente *« Le challenge reste de trouver l'équation qui permette de réconcilier performance financière et performance ESG. Force est de constater que la finance n'est pas au rendez-vous aujourd'hui et que ça va prendre du temps. En effet, pour réaligner les marchés financiers avec les objectifs de développement responsable, il est nécessaire d'adapter les modes de compensation des gestionnaires d'actifs qui ne se basent aujourd'hui que sur la performance financière d'une part et d'éduquer les épargnants, qui sont aussi des citoyens et des consommateurs, à la recherche d'une performance qui ne soit pas que financière d'autre part. » D4*

Dans cette idée d'une latitude du dirigeant pour réconcilier les valeurs, nous nous sommes aussi interrogés sur l'inclusion de critères sociétaux dans les choix d'investissement et leur mode de financement.

La majorité des dirigeants de notre échantillon, ont pris des mesures tangibles pour intégrer des critères sociétaux dans les processus de décision et d'incitation pour l'entreprise. Pour autant la majorité d'entre eux n'en fait pas un élément prescripteur de la décision d'investissement. D'un point de vue « culturel » dans l'entreprise, nous sentons bien que l'aspect sociétal n'est pas, comme l'a été la sécurité ces dernières années, devenu un élément de la stratégie d'entreprise partie intégrante de la « license to operate » avec une inclusion dans les processus « by design » de façon unanime. Quand l'un d'entre eux confirme *« Aujourd'hui, dans notre entreprise, tous les projets qui n'intègrent pas simultanément les dimensions économiques, sociales et*

*environnementales sont a priori refusés. Pour cela, nous avons notamment mis en place un prix du carbone interne.* » D15 Un dirigeant confirme de façon très transparente, que pour l'instant *« oui bien sur nous intégrons des critères « sociétaux » dans vos choix d'investissements stratégiques mais ils ne sont pas systématiquement prescripteurs dans la décision d'investissement ».* D2

Et même si l'on remarque la tendance chez certains dirigeants de mettre en place des opérations de crédit bancaire avec une composante RSE systématiquement abondé par l'entreprise et les banques en fonction des avancées de cette dernière notamment en matière de gestion des déchets, ou encore du niveau d'égalité homme-femme, elle ne semble pas toujours au niveau des ambitions nécessaires pour une réconciliation des valeurs.

Un dirigeant suggère d'ailleurs que pour pouvoir vraiment prendre en considération les externalités négatives, il faudrait avoir l'honnêteté de comptabiliser le prix des impacts sur l'environnement comme partie intégrante du coût de revient des produits : *« On ne paie pas le vrai prix de nos produits. C'est un véritable changement sociétal dont nous avons besoin où le véritable prix de ce qui est produit doit être pris en compte. Impact sur l'eau et la biodiversité, les émissions de CO2 et de déchets, aujourd'hui ces externalités ne sont que très peu prises en compte dans le prix de nos produits. »* D4. Il ne fait pas mention de l'impact financier sur le client.

Un dirigeant « pragmatique » ajoute, que selon lui, les habitudes ont la vie dure et que malgré les efforts de ses collaborateurs pour répondre aux attentes d'une prise en compte des impacts environnementaux, les clients sont parfois réticents à l'idée d'acheter des produits recyclés pour lesquels l'entreprise a développé des innovations importantes pour lui assurer la même durabilité. Selon lui, ils n'ont pas encore confiance à 100% en une économie circulaire. Peut-être aussi que l'obsolescence programmée de certains produits à rendu les clients plus méfiants quant aux réelles intentions des entreprises.

Un autre dirigeant sur la même notion de prix, considère que le modèle d'appel d'offre qui postule que le moins disant emportera le marché, ne contribue pas au changement de mentalité et à l'appréhension correctement chiffrée des obligations sociétales : *« La pondération dans les appels d'offres continue à laisser la part belle au prix. Et, à cet égard, l'État est loin d'être exemplaire, privilégiant souvent une vision court terme, refusant de prendre des risques et ne sachant pas mesurer les coûts évités »* D10.

Des dirigeants du groupe « conservateurs » quant à eux sont convaincus que les conso-acteurs doivent prendre leur responsabilité dans ces changements et accepter d'en payer le prix, l'un d'eux explique que « *produire des produits durables est plus cher, mais c'est la seule solution viable à long terme.* » D15, quand un autre dirigeant plus modéré, tempère: « *Personne n'a envie de payer... Et donc, il faut que nous apportions des solutions pour aider les particuliers, les entreprises et les pouvoirs publics dans cette transition, sans alourdir les factures ou les impôts de manière excessive. Et c'est l'ambition que s'est donnée notre entreprise : rendre cette transition accessible à tous.* » D12.

Gageons que dans le changement de paradigme des valeurs qui se dessine, il nous faudra « *imaginer une nouvelle forme de capitalisme qui se projette plutôt qu'un capitalisme qui se protège* » (JM Daniel). Cette transition nous amène tout naturellement à l'aspect réglementaire élément important de la perception du contrôle des dirigeants et de leur latitude perçue et réelle pour porter ce changement.

### **Sur la latitude managériale du dirigeant et l'intervention de l'État par la loi, de la « soft law » des codes de conduites ?**

Entre d'un côté, voir se poursuivre un « business as usual » incorporant des déclarations d'intention sociétales vertueuses, et de l'autre faire courir le risque la perte de compétitivité au niveau international voire de la judiciarisation sur l'entreprise, le sujet de l'intervention de l'État français dans l'Économie, ne fait pas consensus au sein de notre panel de dirigeants.

Certains voient dans la politisation croissante de l'Économie, l'immixtion de l'État régalien dans les stratégies industrielles et cela avec un parti pris clairement hostile à l'autorégulation par les marchés (Babeau, 2019). L'exemple du mariage raté entre Alstom et Siemens en est un cas très récent qui a réveillé les tensions entre l'obligation concurrentielle dans les frontières de Europe et celles du renfort des positions dominantes à l'extérieur de ces frontières. L'un des dirigeants interviewés craint que sous le prétexte de porter dans la loi une prise en compte des enjeux sociétaux français, l'État n'y trouve le moyen d'intervenir dans les stratégies d'entreprise et de les affaiblir vis-à-vis d'un marché international moins zélé sur ces sujets. « *Pour faire un retour sur votre question sur l'intérêt général, j'ai été assez frappé par le fait que cette notion « d'intérêt général » c'est très français en fait. C'est un sentiment qui perd de*

*son sens outre-Atlantique. Je suis optimiste pour la France car l'intérêt général est une bonne valeur par contre je pense que l'État s'exprime beaucoup trop sur les entreprises et leur choix de croissance » D9.*

Certains dirigeants y voient aussi le risque d'une lourdeur administrative et d'une judiciarisation qui pourrait, être préjudiciable aux entreprises. Selon eux, l'expérience a démontré que le cadre réglementaire ne donne pas toujours un avantage compétitif aux entreprises qui adoptent les meilleures pratiques, surtout dans un écosystème globalisé et difficile à contrôler par les autorités responsables. En l'état, ils jugent qu'il leur est parfaitement possible d'évoluer dans le cadre de la loi actuelle vers une prise en compte de l'aspect Sociétale dans leur stratégie d'entreprise. Ils comptent aussi sur les clients, les « consom-acteurs », qui selon eux, doivent influencer les business modèles existants par leur décision (ou sanction) d'achat.

D'autres dirigeants au contraire, sont convaincus que la loi n'est pas un carcan mais bien un support pour orienter les initiatives dans le même sens et permettre au changement d'être entendu et reconnu par tous. Ils recherchent la cohérence qui permettra le niveau d'adoption maximum d'un tel changement et évitera les retours en arrière au premières difficultés rencontrées. L'un d'entre eux commente « *Nous entrons dans une nouvelle phase du capitalisme. Il est utile d'acter cette mutation par un signal fort, inscrit dans la loi, qui n'est pas seulement faite pour obliger mais aussi pour orienter* » D11.

Un autre dirigeant met en avant l'idée du collectif et sa catégorisation dans la loi. Selon lui les entreprises ont en effet un rôle à jouer dans la recherche de l'intérêt général pour la Société mais cela ne doit pas être laissé à l'appréciation de chaque dirigeant au risque de créer une concurrence déloyale entre les entreprises en fonction de leur latitude à mettre ses principes en place. Il pense que la loi doit de par son caractère universel, protéger les entreprises de cette course à la vertu. « *Le monde politique doit créer un environnement réglementaire, et forcer la Société à aller au-delà du comportement individuel classique* » D15

De façon totalement opposée un dirigeant ajoute : « *Tous ceux qui imaginent pouvoir régler les problèmes du monde, environnementaux ou sociaux, sans les entreprises s'illusionnent grandement sur la portée et la continuité de leurs moyens d'action. Les entreprises demeurent les seuls moteurs de croissance économique fiables, parce qu'elles se fondent sur une combinaison difficilement dépassable d'ambitions collectives et d'idéaux individuels. Elles sont la solution aux problèmes de notre monde car c'est en mobilisant nos richesses communes qu'on*

*affronte des défis mondiaux aussi complexes et aussi vastes que la pauvreté et le dérèglement climatique, et non en agrégeant les pénuries de la décroissance » D13*

Il existe donc bien une prise de conscience et la considération que l'entreprise est responsable et en capacité de participer à l'intérêt général. Alors quelle articulation doit donc se faire entre le rôle de l'État et le rôle du dirigeant de la grande entreprise cotée. Si ce n'est par la loi, quel *modus operandi* s'applique ?

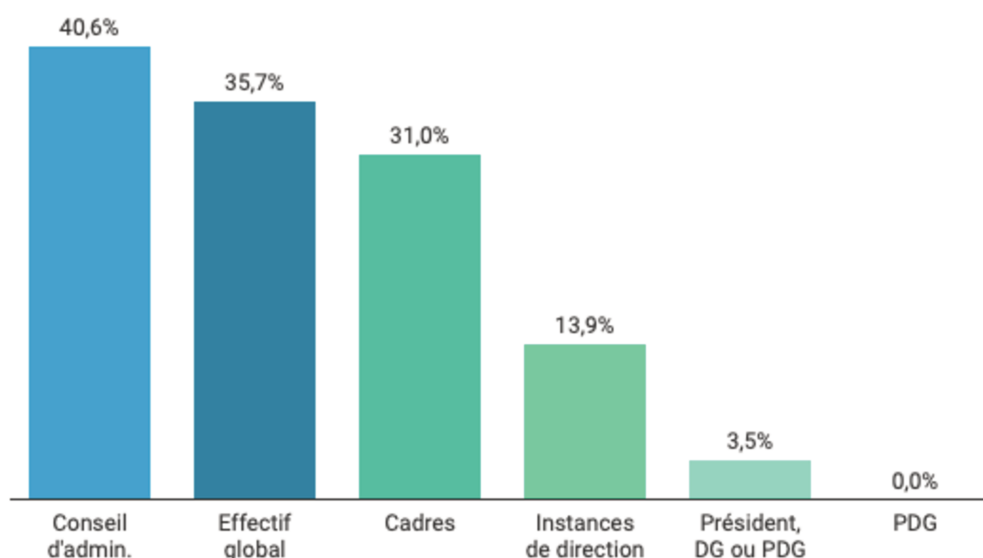
Un dirigeant constate *« Le rôle de l'État a évolué. Il est sans doute moins présent qu'auparavant. On peut le regretter, mais la réduction des moyens d'action et la pression du court terme auxquelles sont soumis les dirigeants politiques diminuent leur capacité à se projeter sur le long terme, à prévoir les évolutions, à faire travailler les intelligences ou les énergies sur les sujets structurants pour l'avenir du pays. Il faut tenir compte de cette évolution et trouver des solutions »,* et d'ajouter *L'État et les entreprises sont donc complémentaires, mais dans un équilibre de priorités qui s'est profondément modifié si je compare la situation dans laquelle nous sommes aujourd'hui et celle que j'ai connue au début de ma carrière ».D8*

Un des dirigeants répond, *« Si on exclut les tâches régaliennes, un État moderne a, à mon sens, deux responsabilités. La première, c'est de bâtir un projet collectif à moyen terme...La deuxième consiste à créer les cadres de régulation qui permettent à l'énergie entrepreneuriale de prendre le pouvoir. »* D1 et de continuer en expliquant qu'il faut appliquer les mêmes principes que dans l'entreprise où la normalisation tant à limiter les initiatives des collaborateurs, alors qu'en fixant des objectifs clairs chaque employé peut mettre en place un certain nombre de moyens pour contribuer à son niveau de motivation et de capacité. Le temps n'est plus au rêve d'un autre monde. Le temps est à sa construction » et pour se faire *« les politiques ne peuvent pas tout. Ma conviction, c'est que les entreprises, acteurs essentiels de la société civile, structurées malheureusement parfois sur des modèles court-termistes et prédateurs de ressources, peuvent et doivent aujourd'hui être à l'origine des solutions pour une croissance plus respectueuse des femmes et des hommes, et plus soutenable sur le plan environnemental »* D10.

Le sujet des hommes et des femmes mérite pourtant que l'on s'y arrête notamment sur l'enjeu de la parité au travail et sur la féminisation du management. Nous faisons référence plus haut à un dirigeant qui confirmait que grâce à l'intervention de l'État avec la loi Copé-Zimmermann,

les dirigeants avaient avancé de façon majeure sur la féminisation des fonctions dirigeantes dans les conseils d'administration. Pour autant même si ces avancées sont à saluer, le pouvoir reste encore et toujours très majoritairement entre les mains des hommes. Et même si la majorité des discours des dirigeants de notre panel couvre ce point sociétal, les chiffres parlent encore d'eux même quand il s'agit de descendre dans les échelons de la hiérarchie des grands groupes français. En 2018, les femmes représentent en moyenne,

- 41% des conseil d'administration,
- 36% de l'effectif total du CAC40,
- 31% des cadres, et seulement
- 14% des comités exécutifs ou de direction.
- Sur 53 dirigeants du CAC40 (Présidents, Directeurs Généraux, et PDG) seules deux femmes sont soit Directrice Générale ou Présidente.



**Proportion moyenne des femmes au sein des grandes entreprises françaises.**

*Source : L'Observatoire des multinationales*

Pour exemple deux entreprises de notre panel ont un effectif majoritairement féminin (supérieur à 60 %) alors que seulement 18% maximum de ces dernières sont présentes dans les comités exécutifs. Au total, parmi les quarante entreprises françaises du CAC, douze cultivent un entre-soi totalement masculin au sein de leur plus haute instance de décision, qui ne compte tout simplement aucune femme. Dans une note plus positive une entreprise de notre panel fait figure

de modèle avec 33% de femmes au sein du comité de direction pour une proportion total dans l'entreprise, de 69%.

On voit bien là que le discours des dirigeants et la réalité sont dé-corrélés et que la loi joue un rôle fondamental de catalyseur de l'évolution sociétale dans les grands groupes.

L'un d'entre eux interrogé dans notre panel, nous fait remarquer qu'il faut prendre en compte le type d'industrie avant de se hâter en conclusion au regard des statistiques globales. Il insiste sur le fait que dans son métier à forte composante « ingénieur », il y a peu de femmes donc en proportion plus de difficultés pour lui pour les faire progresser vers la direction sans faire de la discrimination positive, méthode à laquelle il n'est pas favorable, préférant la méritocratie. Nous lui faisons remarquer que peut-être ces métiers seraient plus regardés par les femmes dans leur choix de formation et de carrière si on leur donnait aussi des perspectives d'évolution. Mais à son regard nous avons conclu, que de l'œuf ou la poule, il ne serait pas celui qui déciderait qui fut là, le premier.

D'une façon ou d'une autre, qu'ils soient plutôt pour une intervention de l'État dans l'Économie ou plus libéraux sur cette approche, Il existe une conscience unanime de notre panel quant à la limite des États à pouvoir continuer à s'occuper seuls de l'intérêt général. Le capitalisme est aujourd'hui sans frontière et de par son horizontalité, il impose à chaque nation un modèle unique qui a du mal à aligner les différentes cultures et attentes sociétales. *« La culture économique et la culture sociétale sont en train de se rejoindre et l'on attend de l'entreprise qu'elle soit capable de les confondre, ou comme vous dites de les réconcilier. » D9*

*C'est aussi d'ailleurs dans cet esprit que les dirigeants se sont emparés de la soft law et des codes de bonne conduite comme d'un moyen de faire évoluer leur image sans que l'État dans la loi ne s'en mêle.* Les dirigeants de notre panel sont plutôt alignés sur l'idée qu'il serait contre-productif d'opposer dirigeants d'entreprises avec leurs parties prenantes, puisque dans le contexte les uns ont besoin des autres et réciproquement. Certains dirigeants font référence aux médias, qui, selon eux, jouent un rôle important dans la dévalorisation en France de l'image des patrons. L'un d'entre eux qui a fait une grande partie de sa carrière à l'étranger commente *« Je trouve que les médias ont acquis un pouvoir très fort en Europe et du coup prêtent une attention particulière à ces sujets sociétaux. Par ex le sujet des salaires des dirigeants d'entreprise cotée*



*du CAC est beaucoup plus visible en Europe (say on pay et pay ratio) qu'outre atlantique ou c'est un non-sujet, et c'est de mon point de vue, en grande partie dû à la médiatisation du sujet. » D9.*

Et s'il existe bien un cas spécifique qui fait consensus auprès des dirigeants c'est celui des rémunérations. Dans ce cas, *« L'autorégulation est toujours préférable à une législation parfois trop rigide. Le code Afep-Medef existe, il faut veiller à ce qu'il s'applique. Mais il faut aussi éviter que tous les six mois, des affaires de rémunérations ne reviennent sur le tapis. Pour le moment, le niveau d'exigence du code Afep-Medef est suffisant. Mais s'il s'avère, à l'issue de l'examen du Haut Comité, qu'il y a un défaut d'application, il faudra que l'Afep et le Medef en tirent les conséquences. » D2*

Force est de constater que les derniers « package de départ » de dirigeants comme Tom Enders<sup>201</sup> ou l'ancien patron de Technip/FMC<sup>202</sup>, même s'ils ont pu émouvoir l'AFEP et le MEDEF, n'ont pas pour autant donné crédit à ces institutions d'une remise en question des excès faramineux décidés en comité de direction par des administrateurs dits indépendants, connaissant parfaitement la limite de 45% du salaire, préconisée par les codes de bonne conduite des organisations patronales. N'ayant pas force de loi, les dirigeants continuent à créer un fossé d'image avec la Société civile sur ce sujet, et l'État, au travers du ministre de l'économie et des finances s'empare du problème et souhaite l'inscrire dans la loi PACTE avec une limite à 30% du salaire du dirigeant. Le ministre de l'économie confirme *« Nous prévoyons qu'il sera désormais interdit de cumuler 'retraite chapeau' et clause de non-concurrence », car "à partir du moment où vous partez à la retraite, c'est que vous partez à la retraite et n'allez pas aller travailler chez un concurrent"*,

Un autre dirigeant sur ce même sujet me rappelle que le conseil d'administration doit jouer son rôle car si le say on pay devient la règle alors à quoi servent les administrateurs. A la question de savoir si l'argent est-il devenu le signe extérieur du pouvoir, un autre répond : *« Le problème est qu'il est devenu un symbole du pouvoir. Du coup, même ceux qui sont surtout motivés par le pouvoir cherchent à en accumuler. Mais l'avoir et le pouvoir ne sont pas les seuls moteurs.*

---

<sup>201</sup> Parti avec 37 millions d'euros tandis que l'entreprise annonçait l'arrêt de l'Airbus A380 et des investigations pour des faits de corruptions.

<sup>202</sup> Parti avec un package de 14 millions d'euros, après une perte cumulée de 2milliards en 2018, et la scission des deux entités fusionnées en 2016, à l'été 2019 pour recréer Technip Énergies).

*Il y a aussi le savoir et la gloire, le souci de laisser une trace, que l'on retrouve souvent chez les créateurs et les entrepreneurs » ;*

## **L'impact d'une gouvernance multipolaire et d'une structure actionnariale sur la latitude des dirigeants :**

### **L'activisme actionnarial**

En étudiant en détail la structure actionnariale de notre échantillon nous avons constaté un déplacement des structures actionnariales du CAC40 d'une forme de capitalisme patrimonial traditionnel très présent dans les années 80 vers un capitalisme de marchés financiers aujourd'hui. Et dans ce mouvement on note un changement de latitude du dirigeant d'un contrôle actionnariale « à priori » vers un contrôle « à postériori ».

Pour contextualiser avec quelques chiffres, dans notre panel de dirigeants :

- 9 d'entre eux dirigent une entreprise dont le flottant « non identifié » est de 70% et plus.
- 8 dirigeants ont une gouvernance en place qui distingue les fonctions de président et directeur général, ou ont un conseil de surveillance pour ceux qui sont PDG.
- 7 dirigeants disposent d'une structure actionnariale de type « capitalisme de marché financier, dont 90% minimum est flottant.
- 3 dirigeants d'entreprise de type « patrimoniale traditionnelle » ont dans leur structure actionnariale d'un actionnaire majoritaire (entre 30 et 50%) issu des grandes familles capitalistes françaises.<sup>203</sup>
- 2 d'entre eux ont l'État comme actionnaire principal
- 2 dirigeants d'entreprise de type « patrimoniale moderniste » ont dans leur structure actionnariale trois actionnaires puissants identifiés.

Dans ce contexte on constate aussi un changement dans l'expression des « obligations » des dirigeants vis-à-vis de leurs actionnaires et de leurs parties prenantes, qui se manifeste sous la

---

<sup>203</sup> Il est à noter qu'en France, la proportion d'entreprises cotées dont l'actionnaire principal est une famille est de 20 % supérieure à celles des pays de tailles comparables", (Phillipon, *Le Capitalisme d'héritiers.*)

forme de l'utilisation répétée des locutions telles que « notre devoir », « les exigences », « la responsabilité », « nos impératifs », « la nécessité », « l'obligation », qui traduisent la soumission à des contraintes externes dont ils se font l'écho.

- *Ce groupe appartient à ses actionnaires et non à ses collaborateurs, à ses franchisés ou à son management » D6*
- *Les exigences du marché ne peuvent être négligées au profit de tout le reste il faut chercher la cohérence D1*
- *Notre impératif c'est de trouver un équilibre entre les exigences du marché et notre modèle de développement D8*
- *La réaction des marchés dans les minutes ou les heures qui suivent une annonce de stratégie est un élément d'information, mais qu'il faut prendre avec un peu de recul D12*
- *Ma mission, ma responsabilité, c'est d'assurer la pérennité et le développement du groupe et de concilier des objectifs qui peuvent apparaître contradictoires. D1*
- 

Ces obligations ne sont pas coercitives, elles font plutôt parti d'un référentiel auquel les dirigeants se conforment et dont ils se servent pour fonder leur discours et leurs justifications. Ils savent que leur latitude vient de leur capacité à délivrer selon les attentes.

Il est clair qu'avec le changement de structure actionnarial qui se déplace d'un capitalisme patrimonial traditionnel vers celui de marché financier en passant par le type patrimonial moderniste, a diminué leur visibilité sur un actionnariat de référence ou du moins clairement identifié et stable et avec lequel ils pouvaient entretenir des relations de confiance dans la durée et valider une vision sur le long terme. Dorénavant le flottant « non identifié » pousse le dirigeant dans l'inconnu des attentes d'une population très disparate et qui n'a plus besoin de se déclarer dans une OPA pour prendre la main sur la stratégie de l'entreprise et accessoirement licencier son dirigeant. Le dirigeant tend à se tourner aussi vers un horizon plus court terme au risque de s'y enfermer pour ne pas rater les rendez-vous des résultats trimestriels. Et cet actionnariat « éclaté » demande un discours qui doit s'ajuster et où la gymnastique de la part

du dirigeant est clef pour pouvoir exécuter les grands écarts de communication pour répondre aux questions de façon différente en fonction des interlocuteurs.

L'un d'entre eux ajoute d'ailleurs que cela n'est pas du tout le même challenge qu'il se trouve en Europe où bien outre atlantique. il précise « *Au risque de caricaturer un peu les investisseurs européens de mon point de vue ont tendance à faire un travail d'analyse de fond. Ils ont une compréhension des états financiers et de la stratégie d'entreprise bien plus poussée. Et par ailleurs ils sont plus orientés moyen terme et création de valeur dans la durée. Par contre les américains suivent un momentum tout à fait différent.* » D9

A la question de savoir si leur entreprise pouvait demain être menacée par les actionnaires activistes, l'un d'entre eux répond :

« *Il ne faut jamais se sentir à l'abri de quoi que ce soit. Il est dans notre culture d'avoir une « saine inquiétude », cela empêche de tomber dans la complaisance. La meilleure protection contre les activistes, c'est la performance de l'entreprise et la clarté de sa stratégie. Dans notre entreprise, la performance est évidente ; la stratégie est claire et elle délivre. De fait, -je ne pense pas que nous puissions intéresser les activistes* » D7

Un autre nous fait part de du caractère imprévisible sur le poids de l'activisme dans leur entreprise l'un d'entre eux nous explique qu'ils « *peuvent agir en meute sans que vous n'ayez aucune idée et d'un seul coup ça vous saute à la figure* » D9

Les dirigeants français ont développé dans les années 1990 des moyens de se prémunir des OPA hostiles avec les systèmes de participations croisées. Ces processus ayant disparu avec le temps, et avec le contexte « activiste » d'aujourd'hui, ces derniers recherchent de nouveaux mécanismes de protection comme la définition de la « raison d'être » proposé par la loi PACTE. Celle-ci est vue comme un nouvel outil d'alignement de toutes les parties prenantes et de protection de la latitude du dirigeant.

Cette notion de parties prenantes est un concept qui est apparu dans les années 2000 en France. Le mouvement s'est installé en deux temps, l'entreprise a d'abord pris en compte ses parties prenantes primaires puis les parties prenantes secondaires (Pesqueux, 2006). Un dirigeant constate « *Vers 2002, nous avons commencé à comprendre que si nous nous étions bien focalisés sur les trois parties prenantes clients, fournisseurs et salariés, nous négligeons d'autres parties prenantes qui avaient des choses à dire à l'entreprise. A partir de ce constat,*

*nous avons commencé à transformer notre projet managérial et humain en projet social et sociétal, avec un important volet environnemental. » D8*

L'opportunité créée par ce mécanisme inscrit dans les statuts de l'entreprise se révèle être, un nouvel outil de gouvernance puissant à la disposition de la latitude des dirigeants. Ainsi l'incompatibilité existentielle entre l'initiateur de l'OPA et la raison adoptée dans les statuts (Gaudemet 2019), devient une protection supplémentaire pour le dirigeant et son entreprise, dans le cas où il serait soudainement pris pour cible privilégiée de la part d'activistes court-termistes. Devenir son propre activiste et développer des plans de création de valeur convainquant pour toutes les parties prenantes, dont les actionnaires, permet au dirigeant de se prémunir des attaques.

Notons que les activistes se concentrent plus naturellement vers les entreprises dont la structure actionnariale est de type patrimonial moderniste et pour lesquelles la gouvernance est souvent « inadaptée » et demande plus d'indépendance des membres du conseil d'administration. Cette mue a souvent déjà eu lieu pour les entreprises de type marché financier qui l'ont organisé au moment d'un changement stratégique. Un dirigeant interrogé à propos de son modèle de gouvernance commente : *« Lors de la fusion entre les deux sociétés du groupe, nous avons mis en place une structure de gouvernance duale, avec un conseil de surveillance et un directoire. C'est une bonne pratique qui permet de séparer clairement les fonctions de direction et de surveillance. Elle devrait être plus développée en France. »* et d'ajouter *« La contradiction et la confrontation sont essentielles à la vitalité de la démocratie actionnariale » D2*

Un autre se félicite qu'après sa nomination à la direction de l'entreprise *« On a bougé le sacrosaint entre soit franco-français, et on a donc renouvelé mon conseil d'administration qui est maintenant principalement étranger » D6*

Certains ont poussé plus loin et se sont doté de comités « critique » ou « jeune » avec une voix consultative voire délibérative. Dans tous les cas, ce comité exprime une opinion qui est transmise au comité de direction pour délibération, et qui face aux défis qui se présentent à l'entreprise et son équipe dirigeante, permettent d'envisager les enjeux en dehors de la relation purement hiérarchique mais aussi dans une approche plus ouverte sur les tendances sociétales.

Sous le prétexte de se voir imposer une stratégie à très court terme certains dirigeants demandent pour leur part, le support de l'État. Un dirigeant interrogé se dit « peu favorable » à

cette idée, il justifie son point de vue : *« Il serait contre-productif de mettre en place des lois pour se protéger. Nous sommes très attachés à la démocratie actionnariale et à la réciprocité. Il faut également s'attacher à développer le dialogue avec les gestionnaires de fonds et mieux communiquer. Mais la meilleure manière de défendre ses valeurs et sa stratégie, cela reste la performance réalisée par l'entreprise. Être actionnaire de notre entreprise c'est donc choisir à la fois la performance économique dans la durée et un sens de l'intérêt général. » D3*

Quoi qu'il en soit on note globalement que ce n'est pas la structure actionnariale de type marché financier qui semble contraindre le plus les dirigeants pour porter le changement de paradigme. Les dirigeants identifiés dans le profil précurseurs et adoptant précoces, ont tous les trois ce type de structure actionnariale. A l'inverse on note que toutes les structures actionnariales de type modernistes de notre panel se trouve avec les profils de dirigeants « conservateurs »

#### **L 'actionnariat institutionnel et les actionnaires individuels :**

A ce propos les dirigeants français sont conscients que sur le territoire français la méfiance de la Société à l'égard des grandes entreprises représentant l'économie française ne joue pas en leur faveur et cela a depuis toujours favorisé les investisseurs institutionnels étrangers qui représentent environ 43% de l'actionnariat des grandes entreprises du CAC40 aujourd'hui. Pour autant ils savent aussi que la conjoncture actuelle est favorable : les taux d'intérêts des assurances vies et des comptes de dépôts à vues (Livret A...) sont très bas, et la difficile réforme de la retraite par répartition de la fin 2019 début 2020, relance inévitablement le débat sur une part envisagée par capitalisation. En dehors de cet aspect macro-économique, l'économie participative et le « crowdfunding » ont fait leur apparition sur les plateformes digitales et avec eux, l'idée d'une évolution dans la pédagogie de l'investissement des français dans leurs entreprises. Pour autant un dirigeant insiste *« Il faut améliorer la culture économique de nos concitoyens et des jeunes générations. Chacun peut contribuer : l'Éducation Nationale, et notamment les professeurs d'économie, sont pleinement légitimes pour se saisir du sujet. Les médias ont également un rôle à jouer pour rendre compte sans opposer. » D7*

Il est d'ailleurs très intéressant de noter qu'en même temps que le développement des écoles de commerces et grandes écoles en France, les dirigeants de grandes entreprises consacrent de plus en plus de temps dans leur agenda pour ces colloques étudiants et autres réunions « alumni »

de leur école d'origine. Il y a là le double enjeu d'attirer de jeunes talents plus en quête de sens que les générations précédentes mais aussi d'évangéliser sur le rôle fondamental des grandes entreprises dans les écosystèmes.

Certains dirigeants sont dorénavant convaincus que le changement passera par l'actionnariat individuels et en premier lieu par l'actionnariat salarié, qui très rapidement peut devenir le bras armé d'un capitalisme durable, rénové, responsable en France. Même si ce procédé n'est pas nouveau (il date de 1960 et a été instauré sous le gouvernement De Gaulle) certains dirigeants misent sur le développement de cet actionnariat salarié et y contribue en faisant évoluer leur gouvernance dans ce sens et en engageant les salariés dans un tel processus. Il y a dans cet engouement une recherche plus profonde de la part des dirigeants, celle de la stabilisation de l'actionnariat des grands groupes<sup>204</sup> cotés dont le flottant « non identifié » est de plus en plus conséquent et par là même leur donne peu de visibilité sur les attentes d'un actionnariat protéiforme.

Ils sont aussi convaincus que les investisseurs institutionnels doivent prendre leur part dans ce changement de paradigme. Là encore une fois les dirigeants « pragmatiques » et « conservateurs » attendent un consensus visible de la part de toutes les parties prenantes et pas seulement les ONG, les employés ou l'État mais aussi et surtout les marchés financiers, l'un d'eux commente « *Un intérêt plus réel pour la Responsabilité de la part des investisseurs est nécessaire. Il va falloir une masse critique d'investisseurs engagés et convaincus pour faire basculer le système actuel vers beaucoup plus de responsabilité.* » D10

---

<sup>204</sup> La durée de détentions des actions par les actionnaires individuels en France est de 42 mois en moyenne, contre 18 pour les investisseurs institutionnels français et 6 mois pour les étrangers, sans parler du « fast trading » qui peut se réduire à de la nano à quelques secondes de détention.

#### 6.5.4. Le dilemme du dirigeant ou comment réconcilier les valeurs actionnariale et partenariale et les valeurs du dirigeant ?

Schwartz (2006) nous rappelle que l'engagement sociétale et les valeurs des individus sont intrinsèquement liées. Il écrit « *Les valeurs sont utilisées pour caractériser les individus ou les sociétés pour suivre le changement au cours du temps et pour expliquer les motivations de base qui sous-tendent attitudes et comportements* ».

Comment dans le contexte actuel, le dirigeant fait-il pour concilier l'impératif de résultat financier et la prise en compte des enjeux de l'intérêt général réclamés par la Société ? Comment rendre compatibles ses convictions (si conviction il y a) avec les impératifs des affaires ?

A cette question les dirigeants du groupe des adoptants précoces parlent d'un « équilibre » à trouver. Ils se raccrochent à l'aspect utilitaire du changement de paradigme que nous avons décrit plus haut dans lequel la performance sociale est un contributeur à la performance économique. « *Notre travail consiste à trouver des points d'équilibre à l'intérieur de notre écosystème entre les divers questionnements, les contraintes, les oppositions, les attentes voire les revendications de toutes les parties prenantes. Cet équilibre ne peut donc se trouver qu'à la condition de se doter d'un projet global : économique, humain et de progrès* ». D11

De son côté le précurseur sait qu'il doit rester concentré sur l'objectif à atteindre, celui de la réconciliation, on ne parle pas d'équilibre mais tel le premier de cordée, d'une ligne de crête « *Opposer les deux seraient baisser les bras. Ou laisser sa conscience de côté. Je ne dispose d'aucune preuve qu'il soit possible de concilier ces exigences, mais j'y travaille concrètement depuis vingt ans.... Le projet d'une entreprise ne peut être seulement économique ; j'ai la conviction que celle qui ne créerait pas de valeur pour toutes ses parties prenantes s'arrêterait assez vite. Les patrons ont un droit d'utopie et un devoir de réalisme... Le métier de dirigeant est justement de se tenir sur cette ligne de crête*» D4. Convaincu qu'il existe un autre modèle du partage des richesses, le sujet de la réconciliation fait émerger, une certaine dissonance entre un idéal personnel et les obligations professionnelles. Le dirigeant confirme que cela « *empêche de dormir ...pour que ma vision devienne réalité, il faut accepter des compromis. Mais il y a des cas*



*où cela devient des compromissions. Il m'arrive d'être fatigué, découragé. Il y a la peur, les "à quoi bon". Je ne suis pas un surhomme vous savez !» D4.*

L'un d'eux s'est vu qualifié par la presse spécialisée de « Janus ». Ce qualificatif semble tout à fait approprié, celui d'une entité double, dotée de deux têtes (*bifrons*) pouvant à la fois voir devant et derrière lui, responsable de la transition, des commencements et des fins, l'initiateur et le créateur du changement. On conçoit tout à fait, la notion double de la création en même temps que celle de l'inconfort dans l'inconnu lié la transition qui se joue.

Les dirigeants précurseurs et adoptants précoces semblent donc rechercher une réconciliation de leurs valeurs personnelles et de leur rôle de dirigeant et une façon de le faire consiste à revoir le modèle économique de l'entreprise afin qu'il soit plus inclusif. Cependant, on retrouve plus de complexité dans la gestion de l'ambiguïté chez le dirigeant « précurseur ».

Pour le groupe des « pragmatiques » comme pour celui des « conservateurs » il y a moins d'ambiguïté, du moins accessible dans leur discours. Il faut, selon eux, tenir son rôle de dirigeant et concilier des objectifs qui peuvent parfois, voire souvent paraître contradictoire, mais cela fait partie du « job ». L'un d'entre eux déclare *« il n'y a pas de honte à ce qu'il y ait des grands groupes français de l'industrie dont nous faisons partie qui se portent bien, qui se développent et qui conquièrent le marché. Et moi, ma mission, ma responsabilité, c'est d'assurer la pérennité et le développement du groupe. Un secteur qui, vous l'avez compris, est aujourd'hui en proie à des transformations, des mutations, des difficultés extraordinairement importantes. Je dois concilier des objectifs – je le disais tout à l'heure – qui peuvent apparaître contradictoires, mais c'est ma mission » D1*

Pour l'un des dirigeants du groupe « conservateurs » le cadre est avant tout actionnarial *« Je suis responsable en priorité devant le conseil d'administration, et donc à fortiori mes actionnaires. » D2, un autre ajoute « mon rôle en tant que dirigeant c'est de consolider les lignes et de laisser derrière moi un groupe plus fort que celui dont j'ai hérité, il faut le faire avec parcimonie, sans prendre des risques inconsidérés » D6*

Pour le groupe des « pragmatiques », plus nuancé, il semble qu'il y ait un *modus operandi* qui soit justifier pour regagner ou maintenir la confiance des parties prenantes l'un d'entre eux témoigne sur son rôle *« Continuer à créer de la valeur économique à laquelle doit s'ajouter la*

*création de sens, plus sociétale et humaine, essentielle pour la confiance sur le long terme de l'ensemble de nos parties prenantes. » D16*

Il semble aux vues des verbatim analysés que la gestion des ambiguïtés soit là aussi un sujet plus complexe à gérer pour « les pragmatiques ». Cela se conçoit tout à fait si l'on considère qu'ils se trouvent dans un espace-temps dans lequel leur pensée évolue, où ils demandent à être convaincus pour adopter le changement de paradigme, il y a donc plus de manifestations de l'ambiguïté et des allers-retours entre positivisme et scepticisme à l'encontre du changement. C'est d'ailleurs grâce à ce dilemme que le point d'inflexion du changement va ou non permettre de passer à une innovation de masse (Moore).

## 6.6. Les 5 profils de dirigeant et le changement de paradigme de la valeur.

**En résumé, ces résultats nous ont permis de catégoriser 5 profils associés :**

**Les dirigeants « précurseurs » du changement de paradigmes des valeurs :** *Dans la vie, il y a deux catégories d'individus : ceux qui regardent le monde tel qu'il est et se demandent pourquoi. Et ceux qui imaginent le monde tel qu'il devrait être et qui se disent : pourquoi pas ? » (Shaw), les précurseurs ce sont ces dirigeants « avant-gardistes », porteurs d'une croyance comportementale individuelle très forte, une conviction profonde quant à la nécessité du changement de paradigme des valeurs, et qui les porte face au risque de la nouveauté. Ils ont un degré de conscience élevé de l'enjeu sociétal qui se joue dans un tel changement. Ils sont proactifs et donnent l'impulsion au mouvement en se positionnant en premier de cordée dans des programmes de prise en compte des externalités, dans lesquels ils partagent volontiers leur conviction de l'agir ensemble, du coopératif, du collaboratif ou des alliances nécessaires pour protéger et restaurer les écosystèmes environnementaux et sociétaux. Ils sont porteurs de l'idée d'un modèle capitalistique réconcilié, qui permet à la fois s'il est correctement intégré à la stratégie d'entreprise, le « doing good » et l'impact positif sur la « bottom line » de l'entreprise : « l'économie n'étant pas un jeu à somme nulle » (Stiglitz). Dans l'esprit ils sont les porteurs du*

concept de la « shared value » proposée par Porter. Il y a chez ce profil de dirigeant, une certaine forme de désintéressement, où l'enjeu collectif prime sur l'intérêt personnel. Ils sont considérés comme légitimes par leurs parties prenantes car en cohérence forte entre le discours et leurs actes. Pour autant, de par cette exposition, ils sont regardés avec intérêt et parfois de l'agacement par les autres profils de dirigeants.

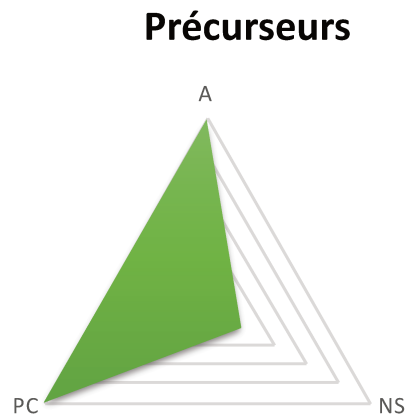
Leur attitude et leur perception du contrôle pour y arriver sont des marqueurs très forts alors que la norme subjective (NS) est pratiquement inexistante dans la construction du processus d'intention comportementale. On voit chez ces dirigeants une cohérence forte entre intention et comportement et cette cohérence s'inscrit dans le temps.

De notre recherche nous avons pu dégager des verbatim et des retours faits par les témoignages de personnes évoluant dans l'entourage du dirigeant « précurseur », les qualités suivantes :

Une motivation intérieure, et parfois une insatisfaction personnelle forte vis-à-vis de la situation actuelle et un désir profond et absolu, l'ambition folle de changer le monde et plus concrètement le modèle existant. Ceci se traduit par une attitude ouverte aux idées, avec la mise en situation dans des débats sans tabou, un engagement volontaire pour leader le changement avec l'idée d'un combat à gagner sur une injustice. En termes de bénéfices attendus, on constate chez ces dirigeants plutôt altruistes, une certaine acceptation acétique, celle d'un renoncement volontaire financier au profit d'une satisfaction personnelle ou sociale qui paraît beaucoup plus satisfaisante.

Dans les faits, **ces dirigeants rendent visible et mettent en action le changement** quoi qu'il en coûte. En se rendant visible, et en communiquant sur leur engagement, ces dirigeants s'exposent ainsi à rendre des comptes et à être interpellés par les parties prenantes de l'entreprise. Ils ont conscience qu'aucune entreprise n'est parfaite et acceptent de communiquer aussi sur les progrès qui restent à faire pour permettre au changement de paradigme d'être pérenne et de dépasser leur conviction personnelle dans l'espace et dans le temps. Ils ont une honnêteté intellectuelle et sont conscients de leurs limites, mais ils croient en la capacité à progresser vers un état du changement plus « fiable » en proposant des solutions. On note une cohérence forte entre leur vision stratégique, la traduction opérationnelle qu'ils insufflent dans l'entreprise, et la mise en musique managériale qui accompagne le changement et qui apporte

une résonance parfaite entre la perception interne et externe du changement de paradigme des valeurs. « Tone from the top » nous commentait un dirigeant interrogé.

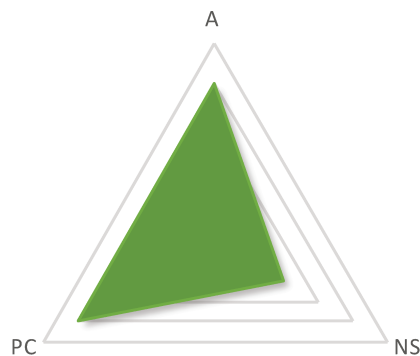


**Les dirigeants « adoptants précoces »** : cette seconde catégorie de dirigeants regroupe ceux qui sont conscients de l'obligation de changer le modèle actuel, et qui se laissent facilement convaincre par les premiers (les précurseurs). Pour autant, plus méfiants, et craignant le risque associé de se retrouver dans les premiers à changer, ils n'hésitent pas à faire entendre leur avis pour que le changement leur soit favorable. Leur conversion passe par l'introduction d'un discours argumenté des précurseurs sur la vision poursuivie au travers du changement de paradigme et des bénéfices/opportunités associées. Leurs discours sur la réconciliation des valeurs s'accompagnent donc d'une réflexion sur comment mettre en place ce changement, ce qui implique de repenser le rôle de l'entreprise vis-à-vis de l'État et son implication dans la Société (Segrestin et Hatchuel, refonder l'entreprise, 2012). Une fois « convertis » ils n'hésitent pas à contribuer à la notoriété du processus, en associant leur nom (et leur stratégie d'entreprise) à des initiatives françaises, européennes, mondiales. Cette forme de comportement peut être apparentée à de l'opportunisme, car même s'ils sont motivés par l'idée que ce projet participe à l'intérêt général, il y a tout de même une part de gestion des risques et de mesure des bénéfices attendus qui ne peut pas s'apparenter de près ou de loin à de la philanthropie, ou du social business. Ce type de dirigeants démontre une attitude et une perception du contrôle plus nuancée pour y arriver alors que comme pour les précurseurs l'impact de la norme subjective (NS) sur leurs décisions d'agir dans un sens ou dans l'autre n'a que peu d'importance dans la

construction du processus d'intention comportementale. On voit chez ces dirigeants une cohérence entre intention et comportement.

**Les dirigeants « adoptants précoces » ont un rôle de « promoteur » du changement. Ils le préconisent.** Sous leur impulsion les pratiques évoluent, les autres dirigeants en comprennent les enjeux, les contours, et les bénéfices, créant ainsi un cercle vertueux autour du sujet de la réconciliation des valeurs et la possibilité de passer « le Chasm » décrit par Moore comme ce point d'inflexion et le passage d'un changement de niche à un nouveau paradigme des valeurs. Une certaine forme de légitimité leur est reconnue à jouer ce rôle de leader du changement. Elle provient de leur personnalité, de leur expérience passée, de leur capacité à prendre des risques et les transformer en réussites professionnelles.

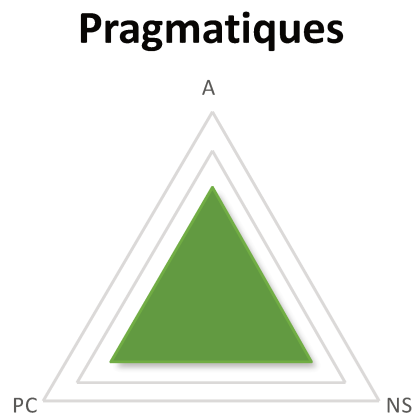
### Adoptants précoces



Dans les faits cette population regroupe des dirigeants « leader d'opinion » reconnus pour avoir des exigences fortes et donc d'autant plus impactant sur les autres catégories qu'ils ne se laissent bernier par les concepts. S'ils décident de porter le changement c'est qu'ils en sont convaincus et qu'ils ont identifié les moyens (pas forcément simple) de le rendre tangible dans leur organisation. Ce sont des dirigeants qui sont décrits comme : optimistes, enthousiastes, s'adaptant facilement au changement. Ils préconisent le changement et sous leur impulsion les « meilleures pratiques » évoluent, d'autres dirigeants en comprennent les enjeux et bénéfices, créant ainsi un cercle vertueux autour du sujet de la réconciliation des valeurs.

Ces deux catégories de dirigeants veulent le changement et en attendent des performances directes sur la « double bottom line » (économique de l'entreprise et Sociétale). Il s'agit ici de réconcilier les valeurs dans un système plus inclusif qui démontrera ses bénéfices à moyen/long terme pour toutes les parties prenantes.

**Les dirigeants « pragmatiques »** : aussi appelés la « majorité précoce ». Ces derniers à l'inverse des « précurseurs » ou des « adoptants précoces », demandent à être convaincus, ils veulent “voir pour croire”. Ils s'attachent à des références tangibles et concrètes qui bien souvent sont issues de leurs pairs dans leur propre segment ou bien de ceux avec qui ils peuvent se comparer. Ces dirigeants doutent des discours sur le changement de paradigme, ils ne se contentent pas de concepts et de démonstrations, car ils savent qu'ils devront vivre avec les résultats de ce changement s'il a lieu. Ils veulent une méthode et des mesures concrètes qui fonctionnent déjà dans des cas similaires à celui de leur entreprise. Ils ne seront convaincus que si le risque est minime et que cela ne leur coûte pas l'énergie d'avoir à convaincre les autres.

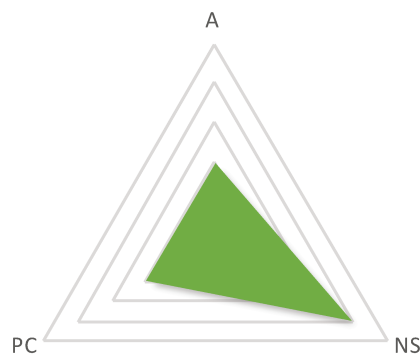


**Dans les faits, ces dirigeants analysent le changement de paradigme**, la plus grande difficulté consiste à l'intégrer de façon cohérente dans leur stratégie sans courir risque du green washing. On constate qu'ils travaillent en priorité sur la fiabilisation des données extra-financières, et pour se faire ils font très souvent appel à un organisme de référence. Ils mettent en place une communication vers leurs parties prenantes et s'assurent qu'elle s'inscrit dans la durée.

Ce type de dirigeants démontre une attitude à l'encontre de « l'objet » faiblement impactant, une perception du contrôle pour y arriver nuancée alors que l'impact de la norme subjective (NS) sur leurs décisions d'agir dans un sens ou dans l'autre joue un rôle très important dans leur construction du processus d'intention comportementale. On voit chez ces dirigeants une intention comportementale modérée par la perception du contrôle qui reste le point d'achoppement, qui a ce niveau ne traduit pas cohérence visible entre intention comportementale et comportement induit.

**Les dirigeants conservateurs** : représentent ce que Rogers qualifie de « majorité tardive ». Elle représente les dirigeants qui eux sont plutôt réticents à l'idée qu'il faille changer de paradigme des valeurs. Ils comprennent qu'il y a une situation qui se joue mais ils ne pensent pas que le changement de paradigme soit la solution au problème. Ils sont attentistes, voire méfiants à l'encontre du processus. Par ailleurs ils subissent une pression très forte de la part des actionnaires sur leur capacité à délivrer des résultats supérieurs à très court terme et se concentrent donc sur une stratégie (priorité est donnée à la tactique à court terme) plutôt que sur la vision (engagement à long terme). Ces dirigeants sont prévoyants, ils ont un esprit très scientifique et rationnel, et somme toute calculateur. Leur impératif se situe sur la pérennisation de l'entreprise ici et maintenant. Il est particulièrement vrai aussi pour cette population que la perception du contrôle est fortement impactée par la structure actionnariale et le flottant important. On remarque par ailleurs une tendance presque systématique de résultats financiers questionnés par le cours d'une action sous-évaluée.

## Conservateurs



Dans les faits ces dirigeants **pensent le changement**, leur intention est visible pour ne pas risquer d'être à la traîne dans le cas où ce changement se deviendrait réalité, n'y d'être stigmatisé comme « résistant » dans le cas d'un statu quo. On voit chez ces dirigeants une intention comportementale qui se limite à des discours de convenance, pour s'assurer de suivre la tendance générale et de ne pas être trop en retard s'il s'avérait que le changement devait advenir. S'ils décident de changer cela peut aussi se faire par surprise et se faire avant les dirigeants « pragmatiques », c'est le phénomène qualifié du « saute-mouton ».

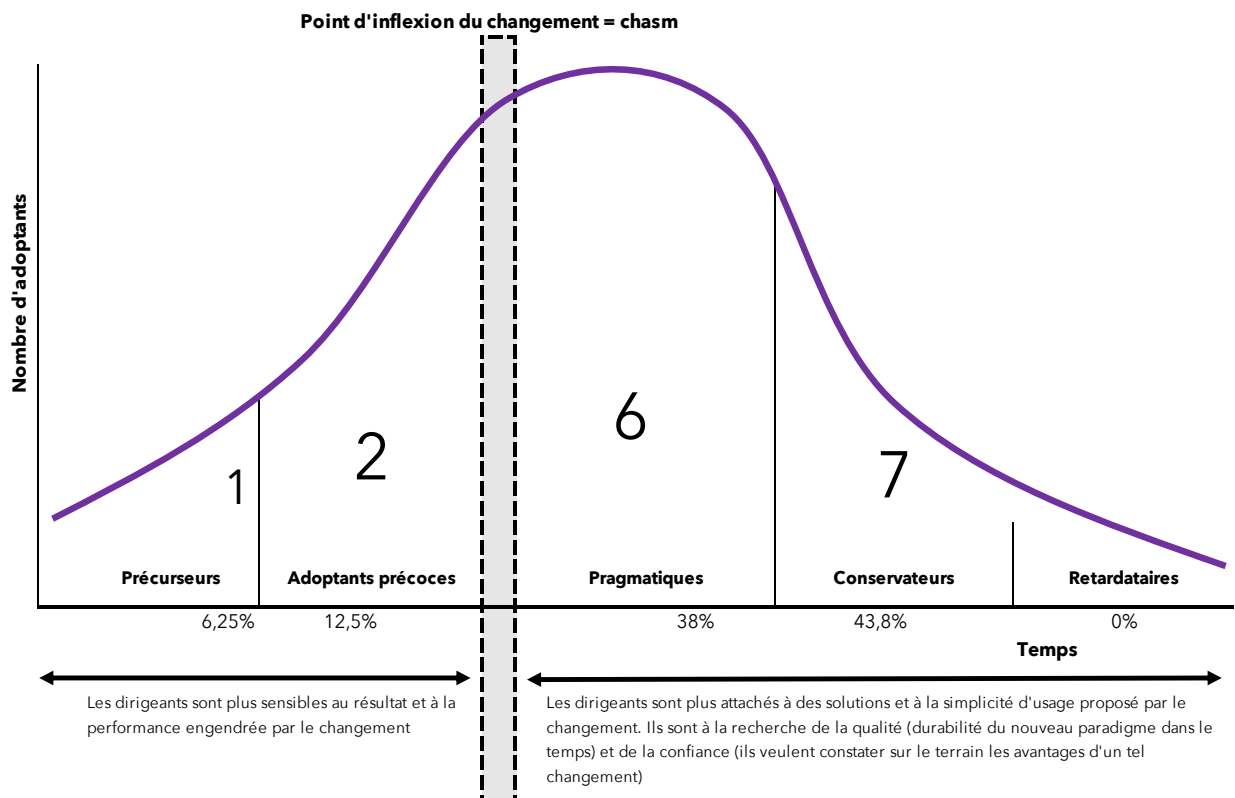
Ces deux catégories de dirigeants estiment qu'elles n'ont pas la latitude nécessaire pour porter le changement de paradigme et ceci tant en termes d'outils éprouvés et reconnus par les marchés financiers, que de capacité au regard de leur gouvernance ou structure actionnariale d'entreprise. Les dirigeants préfèrent attendre des solutions pragmatiques sur comment industrialiser le processus de changement avec une forte importance donnée à la méthode et surtout que ce soit un modèle reconnu de tous sans place pour l'interprétation ou les comparaisons impossibles.

**Les retardataires :** Dans le cadre de notre recherche nous n'avons pas dans notre échantillon identifié de dirigeant retardataire. Cela semble cohérent avec l'idée qu'à de tels niveaux de responsabilité, une telle attitude serait dommageable pour l'individu et préjudiciable pour l'entreprise au point que les actionnaires pourraient demander un départ prématuré de la fonction ou l'entreprise périliter. C'est aussi cohérent avec l'idée qu'un dirigeant est rarement irrationnel au point de se mettre en danger dans un entêtement contre-productif en dehors de son groupe d'influence. Nous avons constaté avec la variable de norme subjective que les dirigeants font tous parties de cercle de réflexion. Il y avait donc peu de chance de trouver au niveau du CAC40 un tel profil dont le modèle mental est résistant. Par déduction nous en concluons que les retardataires représenteraient les plus réticents ou résistants face au changement de paradigme des valeurs. Dans les faits, ils seraient peu ouverts à un tel processus dans lequel ils auraient beaucoup à perdre et très peu de bénéfices personnels à en retirer. Cette menace pourrait être matérialiser par une conviction totalement opposée au changement de paradigme associée à une très faible perception du contrôle technologique et organisationnel à mettre en place. Ceci se traduirait par ce que Carton (1997) appelle dans « l'éloge du changement » : l'inertie, avec comme objectif pour le dirigeant de se maintenir dans le statu quo. Nous en avons déduit la typologie suivante :



Les croyances comportementales des individus « retardataires » sont fortement négatives et à fortiori l'attitude impacte fortement l'intention comportementale dans un sens négatif. A l'inverse leur perception du contrôle pour y arriver ainsi que la norme subjective (NS) sont très faiblement impactant dans la construction du processus d'intention comportementale. Nous en déduisons chez ces dirigeants une cohérence forte entre intention et comportement opposé au changement de paradigme des valeurs et cette cohérence s'inscrit dans le temps.

Ces 5 profils de dirigeants ont été insérés dans la courbe de Rogers de d'adoption du changement pour nous permettre de proposer une évaluation du degré d'engagement de notre échantillon de recherche.



Influence sur l'intention comportementale, selon les variables suivantes	Précurseurs	Adoptants précoces	Pragmatiques	Conservateurs	Retardataires
<b>l'Attitude (A)</b>	5	4	3	2	5
<b>la Norme Subjective (NS)</b>	1	2	3	4	1
<b>La Perception du contrôle (PC)</b>	5	4	3	2	1

Echelle de graduation de la relation d'impact des variables sur les profils de comportements des dirigeants : de 5 à 1 pour exprimer de fort à faible







## Conclusion

Pour un changement de paradigme de la valeur, quel rôle pour le dirigeant de la grande entreprise cotée en France.

**D**ans un processus de transformation des organisations, les aspects techniques sont souvent regardés en priorité au détriment des préoccupations des individus. Pourtant la qualité de la mise en œuvre des processus d'accompagnement humains, de la communication et de la gestion des résistances, sont autant l'éléments qui jouent un rôle fondamental et en la faveur du succès de la démarche initiée.

La conduite du changement est un processus clef pour analyser les facteurs propres à chaque transformation des entreprises. Comprendre les relations et les inter- relations des forces en présence, considérer les causes et les effets du changement et surtout accompagner les individus dans cette transition, font partie du processus. Car ce sont bien les hommes et femmes qui changent et qui transforment les organisations, et non l'inverse.

Et pour que cette conduite du changement soit efficace, trois éléments fondamentaux doivent être identifiés, dès l'origine :

- **Le degré de conscience de la nécessité de changer** pour les individus, ce que les spécialistes qualifient du « le sens de l'urgence ».
- **La volonté et la motivation d'organiser le changement** de façon proactive au prix de l'inconfort dû à un nouvel apprentissage et les craintes d'échec qu'il peut susciter chez les individus. C'est une démarche à la fois individuelle et collective qui confirme la motivation à ce conformer à l'objet du changement.
- **Et les moyens ou la latitude pour se faire**, qui détermine la temporalité de chemin de l'adoption du changement mais aussi sa pérennité dans le temps.

Les théories économiques et de gestion nous enseignent que l'objectif primordial d'une entreprise est la création de valeur. Là encore, il nous arrive régulièrement de choisir trop rapidement de nous focaliser sur ce qui est mesurable au détriment de ce qui a du sens,

confondant bien souvent causalité et corrélation, et oubliant alors les causes et les impacts associés aux décisions stratégiques de l'entreprise.

Cette logique très contemporaine de l'accroissement de la valeur, de la compétition sans considération de territorialité, généralisé et infini, a conduit à un mode de vie où la Société, doublement encadrée dans l'Économie et la Finance, est maintenant considérée comme une ressource mise à disposition, comme un objet à transformer ou comme un simple instrument au service de la Finance, et qui perd ainsi ses qualités intrinsèques, celle de son humanité.

Dans le cas précis de notre recherche nous avons souhaité comprendre l'implication du dirigeant comme facteur de légitimité dans le processus de changement de paradigme de la valeur et son implication stratégique dans la réconciliation des valeurs actionnariale et partenariale. Nous avons volontairement choisi le contexte des entreprises du CAC40, organisations particulièrement représentatives du processus d'hyper-financiarisation de l'Économie actuelle.

**Nous l'avons vu, le degré de conscience** se construit à partir de la prise en compte par les individus de la conjonction :

- D'une série répétée d'anomalies qui crée suffisamment d'impact négatifs (personnellement et/ou collectivement) pour motiver l'individu à changer cet état de fait.
- L'existence d'un nouveau paradigme pour venir se substituer au paradigme actuel. La nature ayant horreur du vide, ce deuxième point est aussi important que le premier et peu favoriser une temporalité du changement beaucoup plus longue s'il n'est pas légitime ou reconnu.

En remontant l'histoire qui a amené au référentiel économique actuel et à la maximisation de la création de valeur actionnariale par l'entreprise et son dirigeant, nous avons constaté que les éléments favorables au « sens de l'urgence » sont à sa disposition.

- Des crises économiques, et environnementales répétées, de plus en plus fréquentes et clivantes, menacent la cohésion sociale entre les individus d'une même Nation mais



aussi à un niveau plus macro-économique entre les États. Il suffit de regarder les flux migratoires économiques de ces vingt dernières années, pour s'en convaincre.

- Une défiance de plus en plus notable des Société envers le capitalisme sous toutes ses formes, et la tentation des extrêmes.
- L'existence d'un nouveau paradigme de la valeur, qui nous l'avons vu aussi au travers de notre question du pourquoi réconcilier les valeurs actionnariale et partenariale, se dessine grâce à la conjonction de forces et de propositions économiques, politiques et académiques, et même générationnelles en faveur d'un capitalisme plus respectueux de toutes les parties prenantes.

Par ailleurs, en comprenant comment et pourquoi dans l'histoire le paradigme de la valeur s'est imposé, puis ensuite est devenu une injonction normative au service de l'idéologie actionnariale, nous avons tenté de comprendre le contexte et le conditionnement qui pourrait aujourd'hui expliquer des facteurs de comportement actuel des dirigeants des grandes entreprises cotées, et en l'état, celui des dirigeants du CAC40.

**A question de recherche**, les dirigeants du CAC40 peuvent-ils et veulent-ils réconcilier les valeurs actionnariale et partenariale ? **Nous avons cherché à mesurer la volonté d'organiser ce changement et la latitude de ces derniers, pour se faire.**

L'objectif de notre travail a donc été de constater le niveau d'adoption auquel se trouvent les dirigeants du CAC40 vis-à-vis d'un changement vers une réconciliation des valeurs actionnariale et partenariale.

En nous appuyant sur les travaux d'Ajzen sur la théorie du comportement planifié (TCP), mais aussi sur ceux d'Everett Rogers, sur la courbe d'adoption des innovations, **notre travail s'est attaché à montrer au travers de l'étude du couple « intention-comportement » d'un panel de dirigeants**, dans quel mesure ces derniers peuvent être précurseur d'une nouvelle idéologie de la valeur « réconciliée » et considérer toutes les parties prenantes impactées ou impactant dans la création de valeur par l'entreprise. Nous avons ainsi cartographié sur une courbe d'adoption du changement le degré de maturité du processus porté par une classe dirigeante influençant directement l'évolution du capitalisme et ses impacts sociétaux, sur le sol français.

A la question les dirigeants peuvent-ils et veulent-ils réconcilier les valeurs actionnariale et partenariale ? Notre panel de taille réduite, considéré comme un panel de convenance, mais tout à fait représentatif de la population dirigeante du CAC40, nous a permis de constater les tendances suivantes :

- Dans les restitutions de notre échantillon, la démonstration de l'utilité sociale visée par le processus du changement de paradigme n'est plus à faire pour l'ensemble des groupes. **Il y a bien une « conscientisation » qui fait partie du processus d'adoption du changement** et qui pourra jouer à un moment ou à un autre dans le processus de développement de la volonté d'agir.
- **Sur l'analyse de l'attitude individuelle, et de la volonté personnelle du dirigeant :** des dirigeants « précurseurs » ou « adoptants précoces » convaincus de la nécessité du changement, ont pris le parti d'être des acteurs proactifs et d'initier ce processus en premier de cordée, permettant ainsi de créer une dynamique de « followers » et un pont vers un groupe plus dense représenté par une majorité « précoce » (les pragmatiques) et « tardive » (les conservateurs), toutes deux en demande de solutions pragmatiques, et mesurables, dans un écosystème concurrentiel mondialisé, très tendu. La conversion de ces deux groupes passera par une démonstration de résultats tangibles et reconnus par tous et surtout par les marchés financiers et les actionnaires.
- **Sur l'analyse de le norme subjective, cette volonté « collective » du dirigeant à se soumettre suivant l'image qu'il veut donner de lui et de l'influence que les autres ont sur ce qu'il pense et sur ses actions (pression sociale) :** « L'exception française » de l'élitisme et de « l'entre-soi » peut à la fois être un frein systémique ou devenir une opportunité pour faire des dirigeants français, des précurseurs d'une valeur partagée, réconciliant valeur actionnariale et partenariale. Nous constatons que la part de l'influence du groupe sur le dirigeant dépend avant tout de l'attitude comportementale de ce dernier à l'encontre du changement de paradigme de la valeur. Son degré de conviction individuel implique une plus ou moins grande influence des groupes d'appartenance (clubs de dirigeants, pression sociale, etc...).

- **Enfin en ce qui concerne la notion du « pouvoir » changer de paradigme**, la perception du contrôle qui repose sur les opportunités et contraintes contextuelles et intellectuelles venant impacter les intentions comportementales du dirigeant ; il semblerait que dans le contexte de démocratisation de la gouvernance et le développement de l'activisme actionnarial, les dirigeants réagissent en fonction de leur capacité à démontrer les avantages économiques de la démarche. On constatera une perception du contrôle faible si la structure actionnariale est de type marchés financier ou patrimoniale moderniste, sans pour autant que ceci soit un élément bloquant majeur si l'attitude comportementale à l'encontre de l'objet du changement est forte.

Nous constatons en particulier que la perception du contrôle diminue fortement pour les dirigeants dont la structure actionnariale est de type patrimonial moderniste. Ce format hybride (ni de type marchés financier avec un flottant supérieur à 90%, ni de type patrimonial traditionnel avec des actionnaires de référence connus et engagés avec le dirigeant dans une relation sur le long terme) attire l'activisme actionnarial et déstabilise fortement les dirigeants concernés qui tendent à se replier sur le format de l'idéologie de la maximisation de la valeur pour l'actionnaire. Il est donc urgent pour ces derniers de trouver les relais législatifs leur permettant de s'insérer dans le changement de paradigme de la valeur. « Permettre au mécanisme du marché d'être l'unique directeur du sort des êtres humains et de leur environnement naturel aurait pour résultat la démolition de la société » (Polanyi ,1944). Les mots de Polanyi résonnent particulièrement ici. Dans ce contexte, même si les dirigeants sont partagés sur l'idée de l'intervention de l'État dans les entreprises privées, celui-ci doit être un support pour créer un environnement favorable à la performance des entreprises sur le sol français au nom de l'efficacité économique, il doit participer à la réconciliation.

Pour les tenants des groupes « pragmatiques » mais aussi et surtout « conservateurs » le maillon faible du changement de paradigme reste avant tout la difficulté de la rationalisation du processus, avec des résultats mesurables, tangibles et surtout reconnus par tous au niveau international et pas seulement sur le territoire national de l'entreprise globalisée ;

A l'inverse, le directeur du développement durable d'un des groupes de notre échantillon, convaincu du contraire, commente ouvertement « il n'y a plus d'obstacle externes, le frein est

d'ordre psychologique et cognitif, **c'est celui qui nous pousse à dire que l'on sait mais que l'on ne peut pas faire différemment.** ».

Il semble effectivement que les obstacles technologiques ont été levés (recyclage du plastique, énergie dé-carbonée). Il en est de même pour le digital qui permet dorénavant d'appréhender de manière beaucoup plus ciblée les éléments de la chaîne de valeur d'une économie circulaire. Sur un plan financier, les liquidités et les investissements « verts » sont disponibles pour promouvoir cette transition et enfin sur le plan fondamental de l'accompagnement managérial, les millennials ont permis d'apporter des évolutions vers une entreprise plus horizontale (entreprise libérée et holacratie) et entrepreneuriale dans le sens de l'engagement, ils ne sont pas ceux qu'il faudra convaincre de la nécessité d'un changement de paradigme des valeurs

Il semble donc que l'on se trouve face à une certaine forme de conservatisme dans le discours de certains dirigeants du CAC40, elle est plutôt « systémique » et peut s'apparenter à de la « résistance ».

**Aux vues de nos résultats obtenus sur le terrain**, la majorité des dirigeants de notre échantillon sont encore à « convaincre » pour que le changement de paradigme des valeurs puisse avoir lieu rapidement et soit pérenne. Notre analyse ne nous permet pas de généraliser une tendance des représentants du capitalisme français. Pour autant notre mérite est d'avoir produit une recherche qualitative qui définit des profils d'intention comportementale de dirigeants par le biais de la problématique du peuvent-ils/veulent-ils. Pour répondre à cette question il nous faudrait une population plus large correspondant par exemple au SBF120 et qui permettrait d'envisager les résultats obtenus sur un mode statistique plus complet.

Notre travail de recherche comporte par ailleurs des limites.

**Le contexte français avec son modèle méritocratique et élitiste**, cette force d'appartenance très importante fait de « cette exception française » un élément qui joue un rôle majeur dans l'influence par exemple, de la variable des normes subjectives sur le comportement des dirigeants. Or d'une culture à une autre, les dirigeants pourraient considérer de façon totalement différente ce que les autres pensent de leur comportement, de sorte que le poids accordé aux trois variables de la TCP et leur impact sur le comportement, serait probablement différent lui aussi.

Pour pouvoir généraliser nos résultats, il nous faudrait nous concentrer sur **un échantillon plus large de dirigeants probablement européen**. Il nous faudrait aussi percevoir au préalable les ramifications existant au niveau de la norme subjective. Pourquoi cela ?

Si l'utilisation de **la courbe de Rogers** nous permet d'identifier les dirigeants en fonction de leur niveau d'adoption du changement de paradigme, elle **ne nous renseigne pas sur la notion du temps que cela va prendre** pour que le groupe majoritaire des « pragmatiques » converge vers le point d'inflexion (« Chasm ») pour devenir « adoptant précoces » et permettre d'institutionnaliser l'adoption d'un nouveau paradigme de la valeur vers une valeur « réconciliée ».

**La courbe ne nous renseigne pas non plus sur le degré de ramification de la norme subjective et du degré d'influence sur le groupe**. Ce qui revient à dire que si la force du groupe est supérieure à la volonté personnelle de conduire ce changement il ne faudra pas considérer le processus du changement comme un acte d'évangélisation individualisé et isolé, mais plutôt comme un lobbysme nécessaire auprès d'un groupe de dirigeants se trouvant dans la majorité « précoce »(ou pragmatiques).

Par ailleurs et enfin, il s'agira de comprendre comment la perception du contrôle par certains ne sera pas impactée négativement quand il s'agira de l'intervention de la loi dans les processus touchant à la latitude des dirigeants, mais bien de considérer cela comme une opportunité de pouvoir agir sans doute sur les impacts de la gouvernance et sur l'aspect concurrentiel de l'entreprise.

**Existe-t-il alors une tendance d'ouverture au changement ?** Même si dans notre échantillon, la proportion de dirigeants « conservateurs » peut sembler importante, nous pouvons noter que les patrons français ont fait preuve jusque-là d'un « libéralisme tempéré » (Felix Torres) S'ils ont porté des principes plutôt libéraux depuis les années 1970, ils n'ont pas pour autant milité pour la suppression du modèle social français et de l'État providence, preuve en est aujourd'hui avec les initiatives médiatiques de certains dirigeants en faveur de la réconciliation des valeurs.

Ce qui ressort aussi de nos résultats, ce que recherchent les dirigeants « pragmatiques » et plus généralement le monde de l'entreprise, ce sont des formalisations pratiques et consensuelles vis-à-vis d'un contexte très concurrentiel dans lequel leurs actions se déploient. L'entreprise constitue un centre de création de richesses et d'innovation indispensable à la croissance, elle

s'impose comme une partie de la solution du désencastrement de la Société, dans l'Économie et la Finance, mais ceci doit se faire dans un cadre incluant les mesures du changement.

**Nous faisons tout de même l'hypothèse**, que dans une proportion plus importante de dirigeants à interroger nous pourrions retrouver une correspondance dans le pourcentage qui nous confirmerait que le processus de changement de paradigme de la valeur ne se fera pas forcément grâce aux dirigeants mais certainement avec eux et dans tous les cas ne se fera pas sans eux.

Il s'agira alors dans cet échantillon élargi, non pas de chercher à construire des points pour convaincre individuellement chaque dirigeant du groupe des « pragmatiques » mais plutôt de percevoir les éléments de construction des normes subjectives pour accompagner ces personnes dans le respect de leur système d'appartenance (point majeur de l'intention comportemental du groupe) vers le processus de changement.

Nous le voyons bien, ce qui se joue aujourd'hui ce n'est plus l'enjeu de la création de valeur, mais bel et bien celui du passage de son « extraction » à une répartition équitable par le dirigeant entre les différentes parties prenantes qui participent à sa « création ». Et nous le percevons aussi, la réussite de cette transformation repose sur une condition essentielle et majeure : la contribution active du dirigeant.

De notre point de vue, la majorité des obstacles technologiques (recyclage du plastique, décarbonatation...), financiers et organisationnels du changement de paradigme de la valeur ayant été levés, s'il existe encore une résistance ou un délai de mise en œuvre, ils sont probablement associés à la volonté plus qu'à la latitude du dirigeant. Il semble donc que la phrase de Napoléon « quand l'on veut on peut et quand l'on peut on doit » fasse écho à la question de notre recherche.

### **Quelle marge de manœuvre s'offre au dirigeant pour un engagement de réconciliation des valeurs ?**

Au-delà d'une réconciliation des valeurs nous y voyons une attente de la Société pour une réconciliation avec l'entreprise. C'est tout le principe de l'articulation entre progrès social et efficacité économique, pour lequel les dirigeants sont partie prenante pour reconstruire la confiance.

Dans cette perspective, la réconciliation des valeurs actionnariale et partenariale par le dirigeant de la grande entreprise cotée devient un objet socio-politique résultant d'un jeu de pouvoir et d'influence entre les différents acteurs susceptibles d'en façonner la substance (Aguilera et al., 2006). Jean Peyleverade (2019), à propos de la loi PACTE écrit d'ailleurs « pour avancer, il faudrait de vrais réformateurs, pas des magiciens qui nous fabriquent des faux semblants ». De façon plus optimiste, beaucoup s'accordent aujourd'hui sur les progrès amenés par la loi Pacte mais conviennent qu'il faut aller au-delà en poussant une véritable transformation du management et de la gouvernance, en impliquant l'ensemble des parties prenantes. Quel portrait peut-on alors cartographier du leader de demain dans la conduite du changement de Société qui s'annonce ? L'entreprise à mission peut-elle être le moyen pour le dirigeant d'une perception du contrôle accrue pour sauver l'économie de la financiarisation actuelle ? Comment peut-il engager l'ensemble des parties prenantes dans la conduite du changement ?

Ce n'est pas la première fois que les dirigeants des grandes entreprises doivent se remettre en question et changer. Des grandes ruptures ont eu lieu dans l'histoire, la première révolution industrielle, etc... toutes ont nécessité d'inventer de nouvelles pratiques managériales. Les dirigeants et les entreprises doivent dorénavant répondre à des besoins de changements profonds portés par les injonctions de la Société qui veut reprendre sa place sortir de ce double encastrement dans l'Économie et la Finance.

Nous terminerons en empruntant à Handy (2017) clôturant le Peter Drucker's forum<sup>205</sup>, l'impérieuse nécessité pour les dirigeants des grands groupes cotés de s'engager dans ce processus de transformation pour la Société et pour l'Économie

*« Actually, we need a cultural revolution, we need to rethink how our businesses are actually ran, why they are run and what is the purpose of business again. ...Milton Friedman in 1970's took it upon himself to announce that the only purpose of business was to make a profit. .... It was all in my view a great mistake, but it was a revolution... So my charter, my revolution must include the role of business in Society but also how we keep of the human values safe inside the corporation. **So you may ask me: who is going to lead this revolution? If not you (CEOs) then who? if not now then, when?** ».*

---

<sup>205</sup> <https://www.youtube.com/watch?v=Tg88zlgeE2o>

Nous ne plaidons pas ici pour un retour du paternalisme managérial mais plutôt pour une prise en compte de valeurs inclusives de toutes les parties prenantes dans l'équation de la création de valeur et ceci au travers d'une vraie concurrence et démocratie du monde économique permettant l'amélioration des conditions de la Société en général car « L'homme est le terme unique d'où il faut partir et auquel il faut tout ramener » (Diderot).





# Bibliographie

## Revue, Conférences et archives ouvertes

Adams, R. B., Licht, A. N., Sagiv, L. (2011). Shareholders and stakeholders: How do directors decide? *Strategic Management Journal*, 32(12), 1331–1355.

Aftalion, F., (2005). Le MEDAF et la finance comportementale. *Revue française de gestion*, n°157, 203-214.

Agbodjo, S., (2015). « Déterminants de la divulgation volontaire sur la création de valeur actionnariale : cas des sociétés du SBF120 ». *Comptabilité - Contrôle - Audit*, tome 21, vol. n°1, 71-103.

Aggeri, F., Acquier, A., (2005). La théorie des stakeholders permet-elle de rendre compte des pratiques d'entreprise en matière de RSE ? XIVème Conférence de l'Association Internationale de Management Stratégique, France, Juin, 1-30.

Aglietta, M., (2011). Croissance durable : mesurons-nous bien le défi ? De Boeck Supérieur, *Revue d'économie du développement*, Vol. 19, 2011/2, 199-250.

Albouy, M., (2002). L'actionnaire comme apporteur de ressources financières. *Revue française de gestion*, 141, 2002/5, 17-35.

Albouy, M., (2005). Les histoires racontées aux actionnaires. *Revue française de gestion*, vol. 31, n° 159, Nov-Déc, 213-231.

Albouy, M., (2006). Théorie, applications et limites de la mesure de la création de valeur. *Revue française de gestion*, n°160, Janvier, 139-157.

Albouy, M., (2012). La plus belle théorie financière ne peut donner que ce qu'elle a. *Revue française de gestion*, n° 228-229, 2012/9, 107-206.

Albouy, M., Charreaux, G., (2005). La finance comportementale ou l'émergence d'un nouveau paradigme dominant ? *Revue française de gestion*, n°157, 139-143.

Albouy, M., et Al. (2017). L'impact des actionnaires activistes sur les performances à court, moyen et long terme des entreprises européennes. *Finance Contrôle Stratégie*, 20\_1, 20 Janvier, 1-27.

Allaire, Y., Dauphin, F., (2014). Hedge Fund Activism and their Long-Term Consequences. Institute of governance of private and public organizations, 14th August, 1-11.

Allouche, J., Amann, B., Garaudel, P., (2007). Performances et caractéristiques financières comparées des entreprises familiales et non familiales : le rôle modérateur de la cotation en bourse et du degré de contrôle actionnarial. *XVIème Conférence Internationale de Management Stratégique*, 6-9 Juin, 1-29.

AMF, (2000). Création de valeur et communication financière. *Bulletin COB*, n° 346, Mai, 1-56.

AMF, (2017). Étude des comportements des traders à haute fréquence sur Euronext Paris : risques et tendances. AMF, Janvier, 1-36.

Ampuero, M., Goranson, J., Scott, J., (1998). Solving the measurement puzzle: how EVA and the balanced scorecard fit together. *Stratégie performance management series*, Vol 2, September, 45-52.

Aoki, M., (1980). A model of the firm as a stockholder-employee cooperative game. *American Economic Review*, Vol 70, n°4, 600-610.

Ajzen, I., (1991). The Theory of Planned Behavior. *Organizational behavior and human decision processes*, 50, 179-211.

Ajzen, I., (2001). Nature and operation of attitudes. *Annu. Rev. Psychol.*, 52, 27-58.

Aubert, N., Desbrières, P., Garnotel, G., (2017). L'actionnariat des salariés influence-t-il la rémunération des dirigeants ? Congrès international de gouvernance, Lausanne, Suisse, May.

Auvray, T., (2018). L'évolution de l'actionnariat en France : 1977-2017. *Revue d'économie financière*, 130, (2), 73-98.

Auvray, T., Brossard, O., (2016). French connection: interlocking directorates and ownership network in an insider governance system. *Revue d'économie industrielle*, 154, 2e trimestre, 177-206.

Avenier, MJ., (1999). La complexité appelle une stratégie chemin faisant. *Gestion* 2000, n° 5/99, Octobre ,13-44.

Ayres, R., Olenick, M., (2017). Secular stagnation or corporate suicide. INSEAD working paper, 11th July, 1-22.

Banker, R., G., Potter, D., Srinivasan, D. (2000), An empirical investigation of an incentive plan that includes nonfinancial performance measures, *The Accounting Review*, 75, 65-92.

Babeau, O. (2019), Qui sont vraiment les investisseurs activistes ? Pour un système économique plus démocratique et efficace, Rapport de l'institut Sapiens, Octobre 2019.

Barton, D., Manyika, J., Koller, T., Palter, R., Godsall, J., Zoffer, J., (2017). Measuring the economic impact of short termism. McKinsey global institute, February, 364-369.

Barton, D., Manyika, J., Williamson, SK., (2017). Finally, evidence that managing for the long term pays off. *Harvard Business Review* , February, 7th, 1-11.

Batteau, P., (2009). Actionnaires, dirigeants financiers et managers, historique et perspectives. *Revue française de gestion*, n° 198-199, (8), 319-342.

Bebchuk, L., (2013). The Myth of Hedge Funds as 'Myopic Activists'. A new study of 2,000 interventions finds they create long-term value. *The Wall Street Journal*, 6th August, 1-4.

Bebchuk, L., Brav, A., Jiang, W., Keuschd, T., (2017). Dancing with activists. Harvard Law and Economics Discussion Paper No. 906, 1st June, 1-68.

Benson, B.W., Davidson, W.D., (2010). The relationship between Stakeholder management, firm value and CEO compensation: a test of enlightened value maximization. Financial management, Autumn, 929-963.

Berland, N., Renaud, A., (2007). Mesure de la performance globale des entreprises. Comptabilité et environnement. May 2007.

Berman, S.J., Davidson, S., Ikeda, K., Korsten, P.J., Marshall, A., (2016). How successful firms guide innovation: insights and strategies of leading CEOs. Strategy & Leadership, Vol. 44 Issue : 5, 21-28.

Bessière, V., (2007). « Excès de confiance des dirigeants et décisions financières : une synthèse ». Finance Contrôle Stratégie, vol. 10, n° 1, 39-66.

Bessieux-Ollier, C., Lacroix, M., Walliser, E., (2006). Le capital humain : approche comptable versus approche managériale. Revue internationale sur le travail et la société, Vol 4, n°2, Mai, 25-57.

Bignon, V., (2013). Le sens de "l'Empire" : Monnaie, Marchés financiers et mimétisme. Cahiers d'économie politique, 253-266.

Birshan, M., Meakin, T., Strovink, K., (2017). What makes a CEO 'exceptional'? McKinsey Quarterly, April, 1-6.

Blondel, C., (2012). Investissement à long terme et capitalisme familial. Revue d'économie financière, Vol 4 n° 108,57-68.

Bosch-Badia, M.T., Montilor-Serrats, J., Tarrazon, M.A., (2013). Corporate social responsibility from Friedman to Porter and Kramer. Dept of business economics, Autonomous University of Barcelona, Juin, 11-15.

Bouglet, J. & Joffre, O. (2015). Les priorités du dirigeant face à ses parties prenantes : l'apport d'une approche centrée sur les attentes. *Management international*, 20 (1), 12–25.

Bourdieu, P., de Saint Martin, M., (1978). « Le patronat ». *Actes de la recherche en sciences sociales*, Paris, N° 20-21, 3-82.

Bower, J., Paine, LS., (2017). The error at the heart of Corporate Leadership, the Cy health not shareholders' wealth must be management's primary concern. *Harvard Business Review*, May/June, 50-67.

Boyer, R., (2005). From shareholder value to CEO power: The paradox of the 1990s. *PSE Working Papers n°2005-10*. 2005, n°2005-10, 1-46.

Brabet, J., (2002). « La main visible des investisseurs institutionnels ». *Revue française de gestion*, no 141, 5, 203-224.

Bréchet, J., Prouteau, L., (2010). À la recherche de l'entrepreneur. Au-delà du modèle du choix rationnel : une figure de l'agir projectif. *Revue Française de Socio-Économie*, n° 6, (2), 109-130.

Brechet, JP., Charreaux G., Desreumaux A., De Montmorillon, B., (2015). L'entreprise, son projet, sa gouvernance : éléments d'une vision partenariale. *Économies et Sociétés, série économie de l'entreprise*, n° 23, (1), 33-65.

Brechet, JP., Desreumaux, A., (1998). Le thème de la valeur en sciences de gestion : représentations et paradoxes. *Valeur, Marchés et Organisations : Actes des XIV<sup>e</sup> journées des IAE*. Nantes: Presses Académiques de l'Ouest, 27-52.

Burke, L., Logsdon, JM., (1996). How corporate social responsibility pays off. *Long range planning*, Vol 29, n°4, 495-502.

Charreaux, G. et Albouy, M., (2017). « La construction de la théorie financière moderne : de la finance néoclassique à la finance néo institutionnelle et comportementale. Une introduction aux grands auteurs en finance ». In *Les grands auteurs en finance*, 2e édition, Septembre, 5-55.

Charreaux, G., (2006). Théorie financière et stratégie financière. *Revue française de gestion*, 2006/1, n° 160, 109-137.

Charreaux, G., (2007). La valeur partenariale : vers une mesure opérationnelle. *Association francophone de comptabilité*, Tome 13, Juin, 7-45.

Charreaux, G., (2008). À la recherche du lien perdu entre caractéristiques des dirigeants et performance de la firme : gouvernance et latitude managériale. *Economie et Sociétés*, Octobre, 1831-1868.

Charreaux, G., (2015). Pour une véritable théorie de la latitude managériale et du gouvernement des entreprises. *Revue française de gestion*, n° 253, (8), Aout, 189-212.

Charreaux, G., Desbrières, P., (1998). Gouvernance des entreprises : valeur partenariale contre valeur actionnariale. *Finance Contrôle Stratégie*, Juin, 57-88.

Charreaux, G., Desbrières, P., (2002). L'actionnaire. *Revue française de gestion*, 141, 2002/5, 17-35.

Clifford, C., (2008). Value creation or destruction? Hedge funds as shareholders activists. *Journal of Corporate Finance*, Volume 14, Issue 4, September, 323-336.

Comet C. ; Dudouet F.-X ; Finez J. (2014), « Patrons du CAC 40 », Chauvin Pierre-Marie, Grossetti Michel, Zalio Pierre-Paul (dir.), *Dictionnaire sociologique de l'entrepreneuriat*, Paris, Les Presses de Sciences-Po. pp. 431-447.

Copeland, T., (1994). Why value value? *McKinsey quarterly*, n° 4, 97-109.

Cordonnier, L., (2012). Une théorie de la valorisation ? A Orléan l'empire de la valeur. *Revue Française de Socio-Économie*, n°10, 2012/2, 289-294.

Cotis, JP., (2009). Partage de la valeur ajoutée, partage des profits et écarts de rémunérations en France. *INSEE*, 13 Mai, 1-89.

Crifo, P., Ponssard, JP., (2008). RSE et/ou performance financière : points de repère et pistes de recherche. Département économique de l'École Polytechnique, Août, 1-19.

Dagorn, N., Biot-Paquerot, G., Didierjean, A., (2013). Peut-on faire mentir les chiffres : L'embellissement des informations financières par la comptabilité d'intention. *Revue française de gestion*, 231, (2), 87-101.

Danjou, P., (2012). Normes comptables et création de valeur. *Revue d'économie financière*, 106, (2), 205-226.

Daumas, J., (2005). La gouvernance des entreprises "à la française" : le modèle et l'histoire. *Comptabilité - Contrôle - Audit*, 3 Tome 11, 167-178.

Davis, G., (2008). A new finance capitalism ? Mutual funds and ownership re-concentration in the United States. *European Management Review*, 5, 11-21.

Davis, I., (2014). Reflections on corporate longevity. *McKinsey Quarterly*, September, 1-5.

De la Bruslerie, H., (2009). Le temps, la finance et le management des entreprises. *Revue française de gestion*, n° 198-199, (8), 31-57.

Deakin, S., (2005). The coming transformation of shareholder value. *Corporate governance*, 11-16.

Del Vecchio, V., Joudi, M., (2008). Dans quelle mesure la diversité au sein du conseil d'administration améliore-t-elle la gouvernance de l'entreprise, étude exploratoire sur les entreprises du CAC40, *RFGE - N°4/2008*.

Delaveau, B., du Tertre, R., (2008). La rentabilité des entreprises en France selon leur taille et leur potentialité de croissance. *La Doc. Française / Horizons stratégiques*, 8-29.

Denglos, G., (2005). Le modèle de création de valeur « EVA-MVA » : Présentation, ajustements et reformulations. *Revue française de gestion*, n°213, 43-60.



Denglos, G., (2007). Création de valeur et gouvernance de l'entreprise : Les exigences de l'actionnaire s'opposent-elles à l'intérêt « social » ? *La Revue des Sciences de Gestion*, n°224-225, (2), 103-112.

Denglos, G., (2008). Faut-il rejeter le principe de maximisation de la valeur actionnariale ? *Revue française de gestion*, 71-88.

Denis, J.P., (2008). Spéculations autour de l'OPA de la finance sur la stratégie. *Revue française de gestion*, 73-94.

Denning, S., (2011). The dumbest idea in the world: maximizing shareholder value. *Forbes*, Nov 28th, 1-3.

Desmarteau, R. et Al., (2017). La création de valeur : glas ou Graal ? *Revue et modélisation du concept. XXVIe Conférence Internationale de Management Stratégique*, Lyon, 7-9 juin, 1-30.

Di Maggio, P.J., Powell, W.W., (1983). The Iron Cage Revisited: Institutional Isomorphism and Collective Rationality in Organizational Fields. *American Sociological Review*, Vol. 48, No. 2, April, 147-160.

Dobbs, R., Koller, T., (2005). Measuring long term performance. *McKinsey on Finance*, n°16, Summer, 1-6.

Drucker-Godard, C., et Al., (1999). Validité et fiabilité de la recherche. In Thiértart et Coll. *Méthodes et recherches en management*, Dunod, Paris, 257-287.

du Tertre, R., Guy, Y., (2008). Le profit contre la croissance ? Le dynamisme et la rentabilité des grandes entreprises cotées en France. *Horizons stratégiques*, n° 7, 2008/1, 30-51.

du Tertre, R., Guy, Y., (2009). Les traits stylisés des entreprises cotées en France à l'ère du capitalisme financier. *La Revue de l'Ires*, n°62, 2009/3, 7-38.

Dudouet, F., Grémont, É., (2007). Les grands patrons et l'État en France : 1981-2007. *Sociétés contemporaines*, n°68, (4), 105-131.

Duhamel, J.C., Fasterling, B., Refait-Alexandre C., (2009). La transparence : outil de conciliation de la finance et du management. *Revue française de gestion*, n° 198-199, (8), 59-75.

Dutraive, V., Revest, V., (2011). La régulation des relations finance-industrie : capitalisme responsable ou raisonnable. *Revue d'économie financière*, n°104, 2011/4, 125-140.

Ernst & Young study, (2013). Short termism in business: causes, mechanisms, consequences. EY Economic analytic study and report, 1-50.

Faber, E. (2009). Les entreprises et leur écosystème. *Revue Projet*, 312(5), 4-11.

Facchini, F. (2008). Culture, diversité culturelle et développement économique : une mise en perspective critique de travaux récents. *Revue Tiers Monde*, 195(3), 523-554.

Fama, E., French, K.R., (1998). Value versus growth, the international evidence. *The journal of Finance*, Vol n°6, December, 1975-1999.

Fichtner, J., Eelke, M.H., Garcia-Bernardo, J., (2017). Hidden power of the Big Three? Passive index funds, re-concentration of corporate ownership, and new financial risk. *Business and Politics*, 19(2), 298–326.

Figge, F., Schaltegger, S., (2000). What is "stakeholder value"? Developing a catchphrase into a benchmarking tool. Pictet in association with United Nation environment Program, June, 1-57.

Finez, J., Comet, C., (2011). Solidarités patronales et formation des interlocks entre les principaux administrateurs du CAC40. *Terrains & travaux*, 19, (2), 57-76.

Fink, L., (2018). Larry Fink's annual letter to CEOs: A Sense of Purpose. BlackRock, January, 1-7.

Flammer, C., Bansal, P., (2016). Does a long term orientation creates value? Evidence from a Regression Discontinuity, September, 25th, 1-44.

François, P., Lemerrier, C., (2016). Une financiarisation à la française (1979-2009) : Mutations des grandes entreprises et conversion des élites. *Revue française de sociologie*, vol. 57, (2), 269-320.

Friedman, M., (1970). The social responsibility of business is to increase its profits. *New York Times Magazine*, September, 13th, 32-33.

Frydman, R., Goldberg, M.D., (2010). Efficient markets: Fictions & reality. Inaugural Conference of the Institute for New Economic Thinking King's College, Cambridge, United Kingdom, April 8-11.

Fustec, A., (2016). Évaluation du capital intellectuel par des indices de notation, profitabilité et performances financières des entreprises. *Innovations* 2016/3 (n° 51), 125-146.

Galambaud, B., (2013). Les dirigeants : comme nouveau groupe social. *Gestion*, vol. 38(2), 97-103.

Garel, A., Deniaud, C., Vermeille, S., (2014). Réflexion sur le court termisme de certains dirigeants et actionnaires de sociétés cotées. La généralisation des droits de vote double dans les sociétés cotées est-elle une réponse adaptée ? *RTDF N° 2 - 2014/ DOCTRINE*, 1-13.

Gaspar, JM., (2009). Horizons d'investissement des actionnaires. Causes, conséquences et implications pour la pratique managériale. *Revue française de gestion*, n° 198-199, (8), 77-93.

Gauzente, C., (2000). Mesurer la performance des entreprises en l'absence d'indicateurs objectifs : quelle validité ? Analyse de la pertinence de certains indicateurs. *Finance Contrôle Stratégie*, Vol 3, n°2, Juin, 145- 65.

Gerstner, L., (2014). Lou Gerstner (former IBM CEO) on corporate reinvention and values. *McKinsey Quarterly*, September, 1-7.

Ghoshal, S., (2005). Bad management theories are destroying good management practices. *Academy of Management learning and education*, Vol 4 n° 1, March, 75-91.

Giger, J.C., (2008). Examen critique du caractère prédictif, causal, et falsifiable de deux théories de la relation attitude comportement. *L'année psychologique*, 108, 107-131.

Girard, C., Gates, S., (2014). Global drivers of and local resistance to French shareholder activism. *Journal of applied corporate finance*, 23-46.

Godfrey, D., Total stakeholder value: the ultimate measure, an invitation to redefine corporate purpose using TSV and the OM30 Measurement of Organisation Effectiveness. *Maturity institute*, 1-7.

Gomez, P.Y., (1996). Normalisation et gestion de la firme : une approche conventionnaliste. *Revue d'économie industrielle*, n° 75, 113-131.

Gomez, P.Y., (2003). Jalons pour une histoire des théories du gouvernement des entreprises. *Finance Contrôle Stratégie*, Vol 6 n° 4, Décembre, 183-208.

Gomez, P.Y., (2009). La gouvernance actionnariale et financière : une méprise théorique. *Revue française de gestion*, n° 198-199, (8), 369-391.

Gomez, P.Y., Rossi, S., (2018). Les grandes entreprises sont-elles (encore) françaises ? *Cahiers preuves à l'appui en partenariat avec Middlednext (IFGE)*, n°6, 26 Mars, 1-14.

Gond, J-P., Mercier S., (2003), Les théories des parties prenantes : une synthèse critique de la littérature, document de travail, publication en 2006 dans *Décider avec les parties prenantes*.

Govindarajan, V., Rajgopal, S., Srivastava, A., (2018). Why financial statements don't work for the digital companies. *Harvard Business Review*, December, 708-722.

Govindarajan, V., Trimble, C., (2011). The CEO's Role in Business Model Reinvention. *Harvard Business Review*, Janvier-Fevrier, 1-15.

Grandjean, R., Lepetit, M., Morel, L., (2019). Aider les entreprises à bâtir leur scénario énergie-climat : Évaluation et Mode d'emploi. Rapport du think tank The Shift Project pour l'Afep.

Greenspon, J., (2019). How Big a Problem Is It That a Few Shareholders Own Stock in So Many Competing Companies? Harvard Business Review, 19 Février, 1-10.

Grjebine, T., Tripier, F., (2016). Finance et croissance : le court terme aux dépens du long terme ? Lettre du CEPIL, n° 364, Avril, 1-4.

Guette Khiter, C., (2018). La détention par les non-résidents des actions des sociétés françaises du CAC40 à fin 2017. Bulletin de la banque de France, n°219, Septembre/ Octobre, 1-10.

Hafsi, T., Youssofzai, F., (2008). Dirigeants d'entreprises, focaliser sur les actionnaires n'est pas légitime. Revue française de gestion, n°183, 2008/3, 111-130

Hall, CC., Ariss, L., Todorov, A., (2007). The illusion of knowledge: when more information reduces accuracy and increases confidence. Elsevier Science direct, 277-290

Hammoud, T., Hervé, J., Maguire, A., Saleh T., (2011). Value Creation Beyond TSR. Boston Consulting group, october, 1-10

Harnay, S., et Al. L'efficacité des codes de gouvernance. Perspectives comparées et pluridisciplinaires. [Rapport de recherche] Mission de Recherche Droit et Justice. 2017

Hart, O., Zingales, L., (2017). Companies should maximize shareholders welfare not market value. Journal of Law, Finance, and Accounting, February, 247–274

Hart, O., Zingales, L., (2017). Serving Shareholders Doesn't Mean Putting Profit Above All Else. Harvard Business Review , n°10, October, 1-4

Hartmann, M., (2011). « Internationalisation et spécificités nationales des élites économiques ». Actes de la recherche en sciences sociales, Paris, n° 190(5), décembre, 10-23

Hasnaoui, A., Biot-Paquerot, G., (2010). Systèmes d'Information Financiers et intégration des parties prenantes : proposition d'une grille de lecture. *Management & Avenir*, 2010/4 (n° 34), 216-232

Hatchuel, A., (2018). La surveillance des dirigeants par les actionnaires a disparu des grands groupes cotés. *Le Monde*, 21 février, 1-3

Hatchuel, A., (2018). Le britannique Carillion mort par overdose de gestion actionnariale. *Le Monde*, 6 février, 1-2

Hiddinga, P., Stalla-Bourdillon, C., (2009). Les fonds souverains : menace ou opportunité ? . *Débat des amis de l'école de Paris*, 6 Février, 1-14

Hirigoyen, G., (2009). « Concilier finance et management dans les entreprises familiales ». *Revue française de gestion*, n° 198-199, (8), 393-411

Hoarau, C., Teller, R., (2007). « IFRS : les normes comptables du nouvel ordre économique global ? ». *Comptabilité - Contrôle - Audit*, tome 13, vol. n°3, 3-20

Hurstel, D., (2013). Responsabilité sociétale ou revenu de l'actionnaire : faut-il choisir ? . *Rapport moral sur l'argent dans le monde 2013*, Association d'économie financière, Juin, 1-16

Ignatius,A., (2018). *Businesses Exist to Deliver Value to Society.*” A Conversation with Merck CEO Kenneth Frazier. *Harvard Business Review*, March-April, 82-87

International Integrated Reporting Council, (2011). *Towards integrated reporting: Communicating Value in the 21st Century*. International Integrated Reporting Council, 14 decembre, 1-17

Ittner, CD., Larcker, DF., (1998). Are Nonfinancial Measures Leading Indicators of Financial Performance? An Analysis of Customer Satisfaction. *Journal of Accounting Research*, 36, 1-35

Jensen MC., Meckling, WH., (1976). "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure". *Journal of Financial Economics*, vol. 3, n° 4, October, 305-360

Jensen, MC., (1989). Eclipse of the public corporation. *Harvard Business Review*, September-October, 60-73

Jensen, MC., (2000). Value Maximization and Stakeholder Theory. *Harvard Business School, Business Research for Business Leaders*, 24 July, 1-3

Jensen, MC., Meckling, WH., (1994). The nature of Man. *Journal of applied corporate finance*, Vol. 7, n°2, Summer, 4-19

Junghans, P., (2008). Les fonds souverains, agents d'une vision patrimoniale de la mondialisation. *Géoéconomie*, n° 47, 2008/4, 51-68

Kaplan, R., Norton, D., (1992). The Balanced Scorecard—measures that drive performance. *Harvard Business Review*, vol. 70, n° 1, January-February, 71-79

Kaplan, R., Norton, D., (1996). Using the Balanced Scorecard as a Strategic Management System. *Harvard Business Review*, 76, January-February, 1-15

Kaplan, R., Norton, D., (2004). Measuring the Strategic Readiness of Intangible Assets. *Harvard Business Review*, 1 February, 1-15

KPMG & EFB, (2016). Les entreprises familiales : déterminées et innovantes. *Baromètre européen des entreprises familiales 5ième édition 2016*, 5ième édition, 1-29

KPMG, (2016). La croissance cachée des entreprises familiales : L'humilité au service de la réussite. *Etude KPMG en partenariat avec EFB (European Family Business)*, Novembre, 1-20

Kramarz, F., Thesmar, D., (2013). Social networks in the boardroom. *Journal of the European economic association*

Kramer, M., Pfitzer, M.W., (2016). The ecosystem of the shared value. *Harvard Business Review*, Octobre, 1-18

Krehmeyer, D., Orsagh, M., Schacht, K.N., (2005). Breaking the short term cycle: discussion and recommendations on how corporate leaders, asset managers, investors and analysts can refocus on Long term value. CFA Institute / Business roundtable Institute for Corporate Ethics, September, 1-20

Lacoste, D., Lavigne, S., Rigamonti, E., (2009). Les investisseurs institutionnels influencent-ils les stratégies ? Revue française de gestion, Juillet, 35-48

Landier, H., (2018). Pour une réforme de l'entreprise : création de valeur actionnariale et création de valeur globale. Futuribles, n° 426, Septembre-octobre, 90-101

Laperche, B., Uzunidis, D., (). Responsabilité sociale et profit : Repenser les objectifs de l'entreprise. La Revue des Sciences de Gestion, n°247-248, 2011/1-2, 111-120

Lazard shareholders advisory group, (2019). Review of Shareholder Activism - 1H 2019. Lazard, July, 1-10

Lazonick, W., (2011). From innovation to financialization: how shareholders value ideology is destroying the US economy., June, 1-17

Lazonick, W., (2014). Profit without prosperity. Harvard Business Review, September, 1-18

Lazonick, W., (2016). The Value-Extracting CEO: How Executive Stock-Based Pay Undermines Investment in Productive Capabilities. Institute for the new economic thinking, n° 54, December 3rd, 1-32

Lazonick, W., (2017). The function of the stock market and the fallacies of shareholders value. Working paper from Institute of New Economic thinking, n°58, 1-25

Lazzeri, C., (2013). « Identité et appartenance sociale ». Revue de Sciences humaines, #13, 73-102

Le Roy, F., Yami, S., (2007). Les stratégies de coopération. Revue française de gestion, 83-86



Levillain, K., (2012). La flexible purpose corporation Un petit pas pour le juriste, un grand pas pour l'entreprise ? Cadres-CFDT, n° 450-451, Septembre, 7-16

Levillain, K., Segrestin, B., Hatchuel, A., (2014). Repenser les finalités de l'entreprise : La contribution des sciences de gestion dans un monde post-hégélien. Revue française de gestion, 245, (8), 179-200

Levratto, N., Paulet, E., (2005). Les indicateurs de performance par la création de valeur dérivent-ils d'une lecture idéologique de l'entreprise ? halshs-00004633, 15 Septembre, 1-22

Lordon, F., (2000). La "création de valeur" comme rhétorique et comme pratique. Généalogie et sociologie de la "valeur actionnariale". L'année de la régulation, Vol 4, 117-165

Mankins, M., (2017). Stop focusing on profitability and go for growth. Harvard Business Review, May, 1-9

Marais, M., (2014). Quelle marge de manœuvre pour l'engagement socialement responsable des dirigeants ? Enjeux et perspectives du gouvernement d'entreprise. Management, Vol 17, n°4, 237-265

Marais, M., Reynaud, E., (2016). Envers qui les dirigeants d'entreprises cotées sont-ils responsables ? Logiques d'engagement en contexte français. Recherches en Sciences de Gestion, Vol 2 n° 113, 137-165

Marais, M., Reynaud, E., (2010). Réhabiliter l'espace discrétionnaire des hauts dirigeants. XIXème Conférence de l'Association Internationale de Management Stratégique, France, Juin, 1-34

Mard, Y., Marsat, S., Roux, F., (2014). Structure de l'actionnariat et performance financière de l'entreprise : le cas français. Finance Contrôle Stratégie, 17\_4, 1-22

Marques, N., Philippe, C., (2019). Le partage de la contribution sociale et fiscale des entreprises du CAC 40 français en 2018. Institut économique Molinari, 2nd édition, Mai

Martin, R., (2015). Yes, short termism really is a problem. Harvard Business Review, October 9th, 1-7

Martin, R., (2017). What If Investors Who Held Their Shares Longer Got More Voting Power? Harvard Business Review, 1-4

Martinet, A.C., (2002). L'actionnaire comme porteur d'une vision stratégique. Revue française de gestion, n° 141, Mai, 57-76

Martinet, A.C., (2009). La relation stratégie/finance à la lumière de la crise, une approche dialogique. Revue française de gestion, n° 198-199, (8), 135-150

Martinet, A.C., Reynaud, E., (2015). Shareholders, stakeholders et stratégie. Revue française de gestion, n° 253, 297-317

Martinet, A.C., Reynaud, E., (2004). Entreprise durable, finance et stratégie. Revue française de gestion, 121-134

Mauboussin, M.J., (1997). Thoughts on valuation. Credit Suisse first Boston, October 21st, 1-19

Mauboussin, M.J., Rappaport, A., (2016). Reclaiming shareholder value. Harvard Business Review, July, 1st, 1-10

Maucourant, J., (2014). « La pensée économique à l'épreuve de la crise de 2008 ». Dans Potier J.P., dir., Les marmites de l'histoire - mélanges en hommage à Pierre Dockès, Classique Garnier, 465-492

May, G., Sherlock, J., Mabry, C., (2003). The future: the drive for shareholders value and implications for HRD. Advances in developing human resources, Vol 5 n°3, August, 322-331

Mercier, S., (2001). L'apport de la théorie des parties prenantes au management stratégique : une synthèse de la littérature. XIème Conférence de l'Association Internationale de Management Stratégique, France, 13-14-15 juin, 1-24

Mercier, S., (2010). Une analyse historique du concept de parties prenantes : quelles leçons pour l'avenir ? *Management prospective* ed. *Management et avenir*, n° 33, 2010/3, 142-156

Michel, DE, (2001). Rôle et nature de l'actionnariat dans la vie des entreprises. *Revue Projet*, n°266, 2001/2, 35-45

Mignon, S., (2000). La pérennité des entreprises familiales : un modèle alternatif à la création de valeur pour l'actionnaire ? *Finance Contrôle Stratégie*, Volume 3, n° 1, Mars, 169-196

Million, D., (2002). Why is corporate management obsessed with quarterly earnings and what should be done about it? *The George Washington law review*, 70(5-6) : October, 890-920

Mills, R., Weinstein B., (2008). Beyond Shareholder Value - Reconciling the Shareholder and Stakeholder Perspectives. *Journal of general management*, Vol 25, n°3, 79-93

Mitchell, R., Agle, B., Wood D., (1997). Toward a Theory of Stakeholder Identification and Salience: Defining the Principle of Who and What Really Counts. *The Academy of Management Review*, Vol. 22, No. 4, October, 853-886

Montagne, S., (2009). Le court termisme institutionnalisé : les effets de la gestion de portefeuille déléguée. *Revue d'économie financière*, Vol 9 n°1, 417-432

Morin, F., Rigatoni, E., (2002). Évolution et structure de l'actionnariat en France. *Revue française de gestion*, n° 141(5), 153-181

Mottis, N., Ponsard, J., (2002). Influence des investisseurs institutionnels sur le pilotage des entreprises. *Revue française de gestion*, n° 141, 2002/5, 225-248

Neville, B., Menguc, B., (2006). Stakeholder Multiplicity: Toward an Understanding of the Interactions between Stakeholders. *Journal of Business Ethics*, n° 66, spring, 377-391

Nigbur, D., Lyons, E., Uzzell, D., (2009). Attitudes, norms, identity and environmental behaviour: Using an expanded theory of planned behaviour to predict participation in a kerbside recycling programme. *British Journal of Social Psychology*, 49(Pt 2), 259-284

Nokry, S., Moullard, L., Boxebeld, C., (2018). *GAFAnomics: new economy, new rules*. Publication FaberNovel, 1-74

Notat, N., Senard, JD., Barfety, JB., (2018). *L'entreprise objet d'intérêt collectif*. Ministère de la transition écologique et solidaire, Ministère de la justice, Ministère de l'économie et des finances, Ministère du travail, rapport, 9 Mars, 121-122

Novakov, S., (2017). *Investor education at centre stage: 9th Annual Investor Relations Survey*. Citigate Dewe Rogerson, September, 1-34

Olsen, E., Plaschke, F., Stelter, D., (2008). *Missing Link: Focusing Corporate Strategy on Value Creation*. Boston Consulting group, September, 1-78

Orléan, A., (2001). *Comprendre les foules spéculatives : mimétisme informationnel, autoréférentiel et normatif*. Crises financières édité par Jacques Gravereau et Jacques Trauman, aux éditions Economica, chapitre 4, 105-128

Orléan, A., (2004). *Efficiences, finance comportementale et convention : une synthèse théorique*. Les crises financières, La Documentation française, 241-270

Ovans, A., (2015). *What is strategy again?* Harvard Business Review, May 12th, 1-5

Paliard, R., (1999). *Les différentes approches de la création de valeur : pertinence des outils de mesure*. La revue du financier, n°120, 5-16

Perrot, E., (2003). *L'immédiat financier*. Revue Projet, 82-88

Pesqueux, Y., (2004). *La notion de performance globale*. 5° Forum international ETHICS, Tunis, Tunisie. 2004., Décembre

Pesqueux, Y. (2017), Robert E. Freeman et la théorie des parties prenantes en question. Master. France. Archives ouvertes cel-01432945

Pfizer, M.W., Bockstette, V., Stamp, M., (2013). innovating for Shared Value. Harvard Business Review, September, 1-15

Picavet, E. (2001). Faut-il lutter contre l'économisme ? Cités, 6(2), 159-171

Pitelis, CN. (2004). (Corporate) Governance (Shareholder) value and (Sustainable) Economic Performance. Corporate Governance, 211-220

Poincelot, E., Wegmann, G., (2005). Utilisation des critères non financiers pour évaluer ou piloter la performance : analyse théorique. Comptabilité - Contrôle - Audit, tome 11, vol. n°2, Décembre, 109-125

Porter M.E., Kramer, M.R., (2006). Strategy & Society. the Link between competitive advantage and corporate social responsibility. Harvard Business Review, December, 78-93

Porter, ME., Kramer, MR., (2011). Creating shared value: how to reinvent capitalism and unleash a wave of innovation and growth. Harvard Business Review, Janvier-Fevrier, 1-17

Postel N., Sobel R., (2011). Polanyi contre Freeman. Revue de la régulation, 9, 1 semestre, 1-26

Postel, N., Sobel, R., (2010). La RSE : nouvelle forme de démarchandisation du monde ? Développement durable et territoire, Vol1, n°3, Décembre, 1-24

PwC, (2017). 20 Years inside the mind of the CEO.... What's next? ceosurvey.pwc January, 1-40

Queindec, Y., Bourdon, Y., (2010). Réguler les entreprises transnationales (ETN) : 46 propositions. Forum pour une nouvelle gouvernance mondiale (SHERPA), Décembre, 1-76

Quiry, P., Le Fur, Y., (2001). Communiquer sur la création de valeur. Lettre de Vernimmen, n° 2, Juillet, 1-1

Rappaport, A., (1981). Selecting Strategies that create shareholder value. Harvard Business Review, May/June, 1-28

Rappaport, A., (2005). The Economics of Short-Term Performance Obsession. Financial Analysts Journal, Vol 61 n° 3, May/June, 65-79

Rappaport, A., (2006). Ten Ways to Create Shareholder Value. Harvard Business Review September, 1-23

Reynaud, J., Richebé, N., (2011). Valeurs, action collective et projet d'entreprise. Humanisme et Entreprise, n° 304, (4), 65-72

Rivière-Giordano, G., (2007). Comment crédibiliser le reporting sociétal ? Comptabilité - Contrôle - Audit, tome 13, vol. n°2, 127-147

Rocher, G., (1973) « L'idéologie du changement comme facteur de mutation sociale », Le Québec en mutation, Montréal, Éditions Hurtubise HML Ltée, 207-221

Romelaer, P., (2005). Chapitre 4. L'entretien de recherche. Management des ressources humaines : Méthodes de recherche en sciences humaines et sociales, 101-137

Roudaut, Y., (2013). De la création de valeur à la création de valeurs. L'Expansion Management Review, n° 150, 2013/3, 48-59

Saias, MA., Greffeuille, J., (). Stratégie et création de valeur. Revue française de gestion, n°196, June, 113-130

Salgado, M., (2013). La performance : une dimension fondamentale pour l'évaluation des entreprises et des organisations, hal-00842219, version 1

Sartre, T., (2011). Les grandes entreprises françaises face aux fonds souverains. *Revue d'économie financière*, 103, (3), 277-296

Schilling, M. (2000), Decades ahead of her time: advancing stakeholder theory through the ideas of Mary Parker Follett. *Journal of Management History (Archive)*, Vol. 6 No. 5, 224-242

Schwartz, S., (2006). Les valeurs de base de la personne : théorie, mesures et applications. *Revue française de sociologie*, Vol. 47, (4), 929-968

Segrestin, B., (2018). La mission, un nouveau contrat social pour l'entreprise. *Esprit*, mars (3), 90-101

Semuels, A., (2015). The Wolf at the Door: The Impact of Hedge Fund Activism on Corporate Governance. Working Paper, No. 521, September 4, 1-109

Semuels, A., (2016). How to stop short term thinking at the america's companies. *The atlantic*, 30th december, 1-7

Sloan, P., (2009). L'engagement des dirigeants envers les parties prenantes : condition de succès du développement durable. *Gestion*, vol. 34, (1), 79-88

St-Pierre, J., Lavigne, B., Bergeron, H., (2015). Les indicateurs de performance financière et non financière : complémentarité ou <<substitution ? étude exploratoire sur des PME manufacturières. *Comptabilité et Connaissances*, Mai, 1-17

Steg, L., van den Berg, A., de Groot, J., (2012). Models to explain environmental behaviour. In *Environmental psychology: an introduction* / [ed] Wiley-Blackwell, 186-195

Stein, J., (1988). Takeover Threats and Managerial Myopia. *Journal of Political Economy*, Vol 96 n°1, 61-80

Stiglitz, JE., (1998). Towards a new paradigm for development. 9th Raul Prebisch, lecture donnée à l'UNCTAD, Geneve October 19th.

Strik, M., (2011). The implications for dispersed ownership structure vs. large shareholders on company performance in the US. Thesis, May, 27th, 1-24

Tardif, J., (2008). Mondialisation et culture : un nouvel écosystème symbolique. Questions de communication, 13, 197-223

The aspen institute, (2009). Long-term value creation: Guiding principles for corporations and investors. Aspen institute's corporate value strategy group, n/a, 1-6

The aspen institute, (2016). American prosperity project: a nonpartisan framework for long-term investment. Advances in developing human resources, December, 1-8

Toe, S.D., Hollandts, X., Valiorgue, B., (2017). La face cachée de l'actionnariat salarié : étude empirique sur l'indice SBF250. Finance Contrôle Stratégie, 20-1, 1-26

Vatteville, E., (2006). Normes comptables et responsabilité sociale de l'entreprise. Revue de l'Organisation Responsable, R.O.R, vol.1 n°1, juin, 30-37

Vatteville, E., (2008). La création de valeur : de l'exclusivité actionnariale à la diversité partenariale ? Management prospective ed. Management et avenir, n°18, 2008/4, 88-103

Very, P., Serio, D., (2000). Les limites au pouvoir discrétionnaire du dirigeant français : apports comparés de la gestion et du droit. IXème Conférence de l'Association Internationale de Management Stratégique, France, 24\_26 Mai, 1-21

Villette, M., (2010). « Pour une sociologie de l'activité au travail des dirigeants des grandes entreprises. Bulletin de Méthodologie Sociologique / Bulletin of Sociological Methodology, SAGE Publications, 1-26

Williamson O.E., (1991). Strategizing, economizing, and economic organization. strategic management journal, vol 12, 75-94



Wirtz, P., (2008). L'attrait psychologique des codes de « meilleures pratiques » en France. *Revue française de gestion*, 183(3), 51-71

Yahchouchi, G. (2007). Valeur ajoutée par les parties prenantes et création de valeur de l'entreprise. *La Revue des Sciences de Gestion*, 224-225(2), 85-92

Yukl, G., (2008). How leaders influence organizational effectiveness. *The Leadership Quarterly*, Volume 19, Issue 6, December, 708-722

Zeckhouser, R.J., Pound, J., (1990). Are large shareholders effective monitors ? An investigation of share ownership and corporate performance. *Asymmetric information, corporate finance and investment*, Hubbard, R.G., January, 149-180

Zook, C., Allen, B., (2016). *Barriers and Pathways to Sustainable Growth: Harnessing the Power of the Founder's Mentality*. Bain & Company report, January, 1-16

### **Ouvrages, études, thèses et mémoires de synthèse.**

Abelhauser, A., Gori, R., Sauret, M.J., (2011). *La folie évaluation, les nouvelles fabriques de la servitude*. Essai, Mille et une nuits, Paris.

Aglietta, M., Reberlioux, A., (2004). *Dérives du capitalisme financier*, Albin Michel, Paris.

Alter, N., (2012). *La force de la différence itinéraires de patrons atypiques*, Quadrige PUF, Paris.

Ajzen, I., (2005). *Attitudes, personality and behavior*. Open University press, 2nd edition.

Arnault, B., (2000). *La passion créative*. Plon, Paris.

Attali, J., (2015). *Pour une économie positive*. La documentation française (Fayard), Paris.

Auvray, T., Dallery, T., Rigot, T., (2016). *L'entreprise liquidée. La finance contre l'investissement*. Michalon, Paris.

Bachet, D., Flocco, G., Kervella, B., Sweeney M., (2007). Sortir de l'entreprise capitaliste. Éditions du Croquant, Paris.

Badie, B., Vidal, D., (2018). Qui gouverne le monde ? La découverte, Paris.

Bakan, J., (2005). The corporation: the pathological pursuit of profit and money. Free Press.

Barnard, CL., (1938). The functions of the Executive. Harvard University Press, Cambridge, Mass.

Bastianutti, J., (2012). Quand la RSE remet la stratégie en question. Thèse soutenue à l'école polytechnique, Paris.

Batsch, L., (2002). La financiarisation des stratégies. Le capitalisme financier, collection la découverte, repères, Paris.

Bauer, M., Bertin-Mouro, B., (1987). Les 200 comment devient-on un grand patron. L'épreuve des faits, Seuil, Paris.

Bayart, B., et Al., (2018). La Datacratie. Pouvoirs, Seuil, Paris.

Beaud, M., (2006). L'art de la thèse. La Découverte, Col. Grands repères, Paris.

Benoit, J., (2005). Pédagogie de l'éthique. Questions de société, EMS.

Betbèze, JP., (2008). Fonds souverains : à nouvelle crise, nouvelle solution ? les cahiers le cercle des économistes, PUF.

Betbèze, JP., (2003). Les dix commandements de la finance. Odile Jacob, Paris.

Bilger, P., (2005). Quatre millions d'euros le prix de ma liberté. Bourin Ed. Paris.

Bollinger, D., Hofstede, G., (1992). Les différences culturelles dans le management, comment chaque pays gère-t-il ses hommes ? éditions d'Organisation, Paris.

Bonnafous-Boucher, M., Pesqueux, Y., (2006). Décider avec les parties prenantes. La découverte, Paris.

Boyer, R., (2011), Les financiers détruiront-ils le capitalisme ? Economica, Paris.

Boyer, R., (2018). Vertus et limites d'une histoire globale de la mondialisation : un dialogue entre François Fourquet et la théorie de la régulation. Dans Fourquet F. Penser la longue durée, La Découverte, Paris.

Brinkmann, S., Kvale, S., (2015). Interviews learning the craft of qualitative research interviewing. Sage publications Inc, California, third edition, 405

Cabinet PwC, (2017). Etude « CEO Success » : Turnover des dirigeants d'entreprise: un nombre croissant de dirigeants remerciés pour des raisons éthiques depuis 2012. PwC-Strategy.

Caby, J., Hirigoyen, G., (1998). Histoire de la valeur en finance d'entreprise. Centre de recherche de l'IRGAE n°1, Université Montesquieu Bordeaux IV.

Caby, J., Hirigoyen, G., Prat dit Hauret, C., (2013). Création de valeur et gouvernance de l'entreprise. Economica, 4eme édition.

Cardon, D., (2015). A quoi revient les algorithmes, nos vies à l'heure du big data. La république des idées, seuil.

Champagne st Arnaud, V., (2009). Conception d'une grille d'évaluation des changements comportementaux en matière de développement durable. Centre Universitaire de formation en environnement Université de Sherbrooke, Essai.

Chandler, A.D., (1977). The visible hand. The managerial revolution in American business. Cambridge Mass., Harvard University Press.

Charolle, V., (2018). Faire du travail une valeur comptable. In O Favereau, Entreprise et démocratie le chaînon manquant. Petit traité de codétermination, collège des Bernardins

Charreaux, G., (1997). Le gouvernement des entreprises. Economica. Paris.

Charreaux, G., Wirtz, P., (2006). Gouvernance des entreprises : nouvelles perspectives. Economica (recherche en gestion), Paris.

Chopin, D., Deluzet, M., Godino, R., (2012). La grande transformation de l'entreprise: travail, sens, et compétitivité. Éditions de l'atelier (Social Eco HC).

Collomb, B., Drancourt, M., (2010). Plaidoyer pour l'entreprise. Edition François Bourdin, Paris.

Collins, J., Porras, J., (1994). Built to last, successful habits of visionary companies. Harper business.

Crédit suisse, (2018). The CS Family 1000 in 2018. Crédit Suisse Research Institute, September,

Damon, J., (entretiens croisés sous la direction de), (2013). Intérêt général, que peut l'entreprise ? Institut Montaigne, les belles lettres, Paris.

Davis, G., (2009). Managed by the markets. Oxford University press, New York, NY.

Desreumaux, A., (1998). Théorie des organisations. Management, Collection les essentiels de la gestion, Paris

Dudouet, F., Grémont, É., (2010). Les grands patrons en France : du capitalisme d'Etat à la financiarisation. Lignes de repères, Paris

Dumez, H., (2016). Méthodologie de la recherche qualitative. Vuibert, 2e édition, Paris.

Epstein, GE, (2005). Financialization and the World Economy. Edward Elgar Publishing

Faber, E., (2011). Chemins de traverse vivre l'économie autrement. Albin Michel

Ferreras, I., (2012). Gouverner le capitalisme ? Pour le bicamérisme économique. Presses Universitaires de France, Paris

Ferzal, B., Leininger Frezal C., JC., Mathia, TG., Mory, B., (2011). Influence et systèmes. Introduction provisoire à la théorie de l'influence et de la manipulation. Lyon, Editions l'Interdisciplinaire

Fink, L., (2019). Larry fink's annual letter to CEOs: Purpose and profit. BlackRock, January,

Finkelstein, S., Hambrick, D., (1996). Strategic leadership: top executives and their effects on organisations. West publishing ompany, St Paul, Minn

Foessel, M., (2019). Récidive 1938. PUF, Paris.

Forestier, N., (2015). Bernard Arnault : le gout du pouvoir. Plon, Paris

François, P., Lemercier, C., (2015). L'entreprise et ses actionnaires. Village Mondial, Paris

Freeman, R.E., Harrison, J., Wicks, AC., Parmar, BL., De Colle S. , (1984). Stakeholder theory, the state of the art. Cambridge University Press

Freeman, R.E., Harrison, J., Wicks, AC., (2007). Managing for stakeholders. Yale University Press

Frerot, A., Hurstel, D., (2018). Le rôle sociétal de l'entreprise. Elements de réflexion pour une réforme. Rapport Club des Juristes, Avril

Galbraith, JK., (2007). Économie hétérodoxe. Opus Seuil, Septembre

Garrigues, J., (2011). Les patrons et la politique : 150 ans de liaisons dangereuses. Perrin, Paris

Ghosn, C., Ries,P., (2005). Citoyen du monde. Grasset

Girin, J., (1990). « L'Analyse empirique des situations de gestion ». Dans Martinet A.Ch. Épistémologies et sciences de gestion, Economica, Paris

Gomez, PY., (2001). La république des actionnaires. La découverte & Syros

Gomez, PY., Korine, H., (2009). L'entreprise dans la démocratie. Une théorie politique du gouvernement des entreprises. Ouvertures économiques, De Boeck (Bruxelles), Février ;

Gomez PY., (2018), La Gouvernance d'entreprise, Presses universitaires de France, Collection Que sais-je.

Grayson, D., Hodges, A., (2004). Corporate social Opportunity. Greenleaf Publishing Limited, New York, NY.

Hammer, B., Wach, M., (2003). La structure des valeurs est-elle universelle ? Génèse et validation du modèle compréhensif de Schwartz. Editions L'Harmattan, Paris.

Hamon, H., (2013). Ceux d'en haut, une saison chez les décideurs. Seuil, Paris.

Handy, C., (2015). The Second Curve: Thoughts on Reinventing Society. Random House UK.

Haskel, J., Westlake, S., (2018). Capitalism without Capital: the rise of intangible economy. Princeton University press. Princeton, NJ.

"Hawley, P., Williams, A., (2000). The rise of fiduciary capitalism: how institutional investors can make corporate America more democratic. University of Pennsylvania, Philadelphia, PA.

Hoarau, C., Teller, R., (2001). Création de valeur de l'entreprise et management de l'entreprise. Vuibert, Paris.

Hofstede, G. (1980). Culture's consequences: International differences in work-related values. Oxford Sage.

Hofstede, G. (1991). Cultures and organizations: Software of the mind. McGrawHill, New York, NY.

Hurstel, D., (2013). Homme entreprises société, restaurer la confiance. Eyrolles, Paris.

Joly H., (2008). De la sociologie à la prosopographie historique des élites : regards croisés sur la France et l'Allemagne. Histoire. École des Hautes Études en Sciences Sociales (EHESS). tel-00536658.

Kennedy, A., (2000). The end of shareholder value. Orion business book.

Laubie, R., Wattier, P., Gabilliet, P., (2017). Dirigeants : Le défi de l'engagement, Archipel, Paris.

Lesourne, J., (1998). Le modèle français grandeur et décadence. Éditions Odile Jacob, Paris.

Martinet, C., Pesqueux, Y., (2013). Épistémologie des sciences de gestion. Magnard, Vuibert, Paris.

Marquette, F., (2016) ; Pourquoi eux ? les secrets d'une ascension, paroles de dirigeants, Alisio, Paris.

Mercier S. (1999), L'éthique dans les entreprises, Ed La découverte, Paris

Meyer, E., (2014). The culture Map. Public affairs, Perseus books Group.

Michalet, CA., (2002). Qu'est-ce que la mondialisation, La découverte, Paris.

Mintzberg, H., (1986). Le pouvoir dans les organisations. Éditions d'organisation, Paris.

Montagne, S., (2006). Les fonds de pension entre protection sociale et spéculation financière. Odile Jacob, Paris.

Muller, JZ., (2018). The tyranny of metrics. Princeton University press, Princeton, NJ.

North, D., (2005). Le processus du développement économique. Éditions d'Organisation, Paris.

O'Toole, J., (1993). *The executive's compass: business and the good society*. Oxford University press. Oxford.

Orléan, A., (2005). *Le pouvoir de la finance*, Odile Jacob, Paris.

Orléan, A., (2011). *L'empire de la valeur*. Points Économie, Paris.

Petitbon, F., Aubert, A. et Claisse, C., (2013). *Renouveler le modèle social de l'entreprise*, Dunod. Paris.

Peyrelevade, J., (2018). *Changer ou disparaître : adresse au patronat*. L'édition de l'observatoire, Paris.

Pierucci, F., Aron, M., (2019). *Le piège américain*. JC Lattès, Paris.

Pinçon, M., Pinçon Charlot, M., (2010). *Le président des riches, enquête sur l'oligarchie dans la France de Nicolas Sarkozy*. La découverte, Paris.

Plihon, D., (2016). *Le nouveau capitalisme*. La découverte, coll. Repères, Paris.

Polanyi, K., (1983). *La grande transformation*. Gallimard, Paris.

Porter, M.E, (1980). *Competitive strategy: Techniques for analyzing industries and competitors*. Free Press, New York, NY.

Porter, TM., (1995). *Trust in numbers*. Princeton University press. Princeton, NJ.

Postel, N., Sobel R., (2013). *Dictionnaire de la RSE*. Presses universitaires du Septentrion, Villeneuve d'Ascq.

Quiry, P., Le Fur, Y., (2018). *Finance d'entreprise 2018*. Dalloz, 16ème édition, Paris.

Rapport Vienot, (1995). *Le Conseil d'Administration des Sociétés Cotées*. CNPF, Ed. Techniques Professionnelles, Paris.



Riboud, A., (2007). Un patron dans la cité. Le cherche Midi, Paris.

Richer, M., (2018). L'entreprise contributive : 21 propositions pour une gouvernance responsable. Rapport Terra Nova.

Rickards, J., (2016). The road to ruin: the global elites secret plan for the next financial crisis. Portfolio.

Rivas-Micoud, M., (2016). Carlos Ghosn - 24 leçons de management. Masterclass, Maxima Laurent du Mesnil.

Salmon, R., (2015). De l'Oréal à Lhassa, itinéraire d'un iconoclaste, Le passeur, Paris.

Savall, H., Peron, M., Zardet, V., Bonnet, M., (2015). Le capitalisme socialement responsable existe, Gestion en liberté.

Schultz, H., Gordon, J., (2011). Onward: how Starbucks fought for its life without losing its soul. Rodale books.

Schwerer, F., (2013). Pour une économie personnaliste. Rapport moral sur l'argent dans le monde 2013, Association d'économie financière, Paris.

Seidman D., (2011). How : ou comment le comportement devient la clef du succès en affaires, Dunod, Paris.

Segrestin, B., Hatchuel, A., (2012). Refonder l'entreprise. Seuil, Paris.

Segrestin, B., Roger, B., Vernac, S., (2014). L'entreprise point aveugle du savoir. Ed Sciences humaines, Auxerre.

Segrestin, B., Vernac, S., (2018). Gouvernement, participation et mission de l'entreprise. Collège des Bernardins, Ed. Hermann, Paris.

Servenay, D., Collombat, B., Charpier, F., (2009). Histoire secrète du patronat : de 1945 à nos jours. La découverte, Paris.

Silberzhan, P., Rousset, B., (2019). Stratégie modèle mental, cracker enfin le code des organisations pour les remettre en mouvement, Diateino.

Stiglitz, J.E., (2007). Un autre monde : contre le fanatisme du marché. Fayard, Paris.

Stout, L., (2012). The Shareholder Value Myth: How Putting Shareholders First Harms Investors, Corporations, and the Public . Berrett-Koehler Publishers.

Tapscott, D., (2012). The Naked Corporation: How the Age of Transparency Will Revolutionize Business. Book Free Press.

Tirole, J., (2016). Économie du bien commun. PUF, Paris.

Torres, F., (2018). L'entreprise post RSE : à la recherche de nouveaux équilibres. Institut de l'entreprise, Paris.

Tubiana, J., (2015). La saga Danone, une ambition économique et sociale à l'épreuve du réel. Editions JC Lattès, Paris.

Véron, N., Autret, M., Galichon, A., (2004). L'information financière en crise : Comptabilité et Capitalisme. Odile Jacob, Paris.

Virard, P.M., (2001). Le roman des grands patrons. Éditions Flammarion, Paris.

Weinstein, O., (2010). Pouvoir, finance et connaissance, les transformations de l'entreprise capitaliste entre le XX et XXI siècle. La Découverte, Paris.

Zah, P.J., (2017). Trust factor. The science of creating high-performance companies. Amazon Books.

## Vidéos internet

Assemblée Nationale-(2019, Juillet 11). Audition, ouverte à la presse, de M. Alexandre Bompard, président-directeur général du groupe Carrefour, de M. Laurent Vallée, secrétaire général de Carrefour France, et M. Jérôme Hamrit, directeur marchandises de Carrefour France. Consulté sur <http://www.assemblee-nationale.fr/15/cr-cegrdist/18-19/c1819085.asp>

BFM Business-Interview par Hedwige Chevrillon (2013, Décembre 12). Interview de Benoit potier. Consulté sur <https://www.dailymotion.com/video/x18bm75>

BFM Business-Stéphane Soumier (2019, Février). Interview de Jean Paul Agon. Consulté sur <https://www.loreal-finance.com/fr/rapport-annuel-2018/perspectives-jean-paul-agon-0-1/>

BPI France-Inno Génération (2018, Octobre 11). Interview de Olivier Brandicourt – Directeur général de Sanofi à Bpifrance Inno Génération. Consulté sur <https://www.youtube.com/watch?v=PH1uLtTmE4U>

BPI France-Inno Génération (2019, Octobre 10). Sébastien BAZIN, Président-directeur général de Accor à Bpifrance Inno Generation. Consulté sur <https://www.youtube.com/watch?v=v8kPBYC1oEA>

Business Immo-(2016, Février 22). Grand oral unibail Rodamco. Consulté sur <https://www.youtube.com/watch?v=z7AhPfd0rGA>

Coalition for Inclusive capitalism-Christine Lagarde (2014). Managing Director, International Monetary Fund. Keynote Address: Economic inclusion and financial integrity. Consulté sur <https://www.inc-cap.com/videos/christine-lagarde-session/>

Conférence EMLyon-(2015, Décembre 2). Conférence EMLYON avec Sébastien BazinPDGd'AccorHotels.Consulté sur <https://www.youtube.com/watch?v=rida4oP7sS4>

Dauphiné Libéré d'Annecy-(2019, juin 28). Alexandre Bompard, PDG de Carrefour:"Oui l'humain doit être au centre". Consulté sur [https://www.ledauphine.com/haute-savoie/2019/06/28/annecy-alexandre-bompard-pdg-de-carrefour-repond-nos-lecteurs-\(1-9\)](https://www.ledauphine.com/haute-savoie/2019/06/28/annecy-alexandre-bompard-pdg-de-carrefour-repond-nos-lecteurs-(1-9))

France 2 - France 2 (2018, Avril 18). Bernard Arnault l'art de payer moins d'impôts. Consulté sur <https://www.youtube.com/watch?v=QseBYvq8ChE>

France 2-Lea Sallamé (2016, Décembre 1). L'interview de Bernard Arnault pour Stupéfiant.Consulté sur <https://www.youtube.com/watch?v=cmPtQePenYQ&t=549s>

France 3- (2014, Décembre 12). La France des grands patrons. Consulté sur <https://www.youtube.com/watch?v=nJ-l6cGHsr4>

France 5 - Gilles de Maistre et Guillaume Durand (2012, Février 16). Reportage sur la 4e fortune mondiale, Bernard Arnault, Patron français du groupe LVMH. Consulté sur <https://www.youtube.com/watch?v=cbyYo5N9-a4>

France Info-Jean Leymarie (2019, Novembre 7). Denis Machuel (Sodexo) : "Le cantine bashing, ça ne me convient pas !". Consulté sur [https://www.francetvinfo.fr/replay-radio/l-interview-eco/denis-machuel-sodexo-le-cantine-bashing-ca-ne-me-convient-pas\\_3672351.html](https://www.francetvinfo.fr/replay-radio/l-interview-eco/denis-machuel-sodexo-le-cantine-bashing-ca-ne-me-convient-pas_3672351.html)

French web - french web interview (2016, Juillet 20). Interview de Sébastien Bazin "on va faire mieux qu'AirBnB. Consulté sur <https://www.frenchweb.fr/sebastien-bazin-accorhotels-nous-allons-faire-mieux-quairbnb/251095>

French web - french web interview (2016, Octobre 13). Sébastien Bazin (AccorHotels): «Avec le projet Nest, nous allons adresser les riverains des hôtels». Consulté sur <https://www.frenchweb.fr/sebastien-bazin-accorhotels-avec-le-projet-nest-nous-allons-adresser-les-riverains-des-hotels/260870>

Global Peter Drucker's forum, Vienna (2017, November, 17 ); Closing Address by Charles Handy, Social Philosopher, <https://www.youtube.com/watch?v=Tg88zIgeE2o>

HEC-(2016, Juin 30). Discours inattendu du directeur général de Danone aux diplômés d'HEC. Consulté sur <https://www.youtube.com/watch?v=Jx-X8teJAfA&feature=youtu.be>

HUB Institute - (2016, Octobre 11). Sébastien BAZIN, Président-directeur général de Accor le shadow comex. Consulté sur <https://www.youtube.com/watch?v=vh-ik39bOVM>

Intervention au 10e World Forum for a Responsible Economy - Antoine Frérot (2016). L'entreprise pour quoi faire ? La réponse d'Antoine Frérot, PDG Veolia. Consulté sur <https://www.youtube.com/watch?v=KR5rrxjTyVk>

Entretien RLT d'Elisabeth Martichoux - Emmanuel Faber (2017, Novembre 6). Danone : Emmanuel Faber expose sa vision sociale de l'entreprise. Consulté sur <https://www.rtl.fr/actu/debats-societe/danone-emmanuel-faber-expose-sa-vision-sociale-de-l-entreprise-7790817692>

L'expansion/L'express - Julie de la Brosse (2016, Février 19, mis à jour 2017). Emmanuel Faber, le moine-soldat propulsé au sommet de Danone Consulté sur [https://lexpansion.lexpress.fr/entreprises/emmanuel-faber-le-moine-soldat-de-danone\\_1759374.html](https://lexpansion.lexpress.fr/entreprises/emmanuel-faber-le-moine-soldat-de-danone_1759374.html)

La tribune - Philippe Mabilie (2017, Septembre 27). "La finance peut allier performance et économie positive" Bertrand Badré.

Consulté sur <https://www.latribune.fr/opinions/tribunes/la-finance-peut-allier-performance-et-economie-positive-bertrand-badre-751816.html>

Le cercle du leadership - Clément Berardin et Julien Eyméri (2014, Mars 24). Shared value, témoignages de dirigeants. Consulté sur <http://lecercleduleadership.net/rencontre-du-24-mars-2015-shared-value-temoignages-de-dirigeants/>

Les Échos - Isabelle Lesniak (2014, Mai 30). Les débuts de Jeff Bezos et d'Amazon. Consulté sur [https://www.lesechos.fr/30/05/2014/lesechos.fr/0203347905121\\_les-debuts-de-jeff-bezos-et-damazon.htm#formulaire\\_enrichi::bouton\\_linkedin\\_inscription\\_article](https://www.lesechos.fr/30/05/2014/lesechos.fr/0203347905121_les-debuts-de-jeff-bezos-et-damazon.htm#formulaire_enrichi::bouton_linkedin_inscription_article)

RSE news - Quelles sont les engagements & les actions mises en œuvre dans le domaine de la RSE ? Consulté sur <https://www.rsenews.com/public/france/reporting-cac40.php>

TEDTalk - Paul Tudor Jones (2015). Why we need to rethink capitalism. Consulté sur [https://www.ted.com/talks/paul\\_tudor\\_jones\\_ii\\_why\\_we\\_need\\_to\\_rethink\\_capitalism/transcript?language#t-499350](https://www.ted.com/talks/paul_tudor_jones_ii_why_we_need_to_rethink_capitalism/transcript?language#t-499350)

We forum - Davos (2018, Janvier 26). Towards better capitalism. Consulté sur <https://www.weforum.org/events/world-economic-forum-annual-meeting-2018/sessions/corporate-governance-for-the-long-haul>

YouTube - Jean Peyleverade (2018, Avril 16). L'Obs. : Mes amis patrons, partagez le pouvoir et les profits, dites fin à vos privilèges ! Consulté sur <https://www.youtube.com/watch?v=pRONdRM6fa0>

YouTube - Les rencontres économiques d'Aix-en-Provence (2019, Juillet 7). Rencontres d'Aix 2019 : Interview Ilham Kadri CEO of Solvay. Consulté sur <https://www.youtube.com/watch?v=LTE9TMtPCfw>

YouTube - Les rencontres économiques d'Aix-en-Provence (2019, Juillet 8). Rencontres d'Aix 2019 : Interview Alexandre Bompard PDG Carrefour. Consulté sur <https://www.youtube.com/watch?v=KwmwLbR9334>

## Résumé

Les dirigeants du CAC40 peuvent-ils et veulent-ils réconcilier les valeurs actionnariale et partenariale ? A cette question que certains pourraient trouver provocatrice, l'objectif de notre travail de recherche était de constater à quel niveau le changement de paradigme de la valeur, se trouve dans les grandes entreprises du CAC40, organisations très représentatives du processus d'hyper-financiarisation de l'Économie, aujourd'hui. En nous appuyant sur les travaux d'Ajzen sur la théorie du comportement planifié, mais aussi sur ceux d'Everett Rogers sur la courbe d'adoption des innovations, nous avons pu réaliser une cartographie de notre échantillon. Aux vues de nos résultats obtenus sur le terrain, la majorité des dirigeants de notre échantillon semblent se ranger dans la catégorie des « leaders transactionnels » plutôt que « transformationnels ». Ils sont encore à « convaincre » au sens de Moore (passage du point d'inflexion vers une adoption massive du changement) pour que le changement de paradigme des valeurs puisse avoir lieu très prochainement et soit pérenne.

Mots clés : Valeur actionnariale, valeur partenariale, valeur réconciliante, dirigeants de grande entreprise cotée, latitude du dirigeant, volonté du dirigeant.

## Résumé en anglais

What are the CAC40 leaders' willingness and capabilities (latitude) to reconcile shareholder and stakeholder value? To this question which may sound a little provocative, the further objective of our research was to measure the current level of paradigm shift adoption in large companies in France. We decided to consider the « CAC40 », since these organizations are very representative of the hyper-financialization of today's Economy. Through the study of the "intention-behavior" relationship, we focused our attention on a panel of leaders, and intended to find to which extent they have become precursor of a new paradigm, a kind of value "reconciliation" (between shareholder and stakeholders value), and considering all stakeholders impacted or impacted in the company's value creation.

Based on Ajzen's theory of planned behavior, but also on Everett Rogers's work on the innovation adoption curve, we were able to map a panel of CAC40 leaders and their "intention-behavior" frame. In view of the results of our research, the majority of the leaders in our sample are still to be "convinced" as Moore would make reference to it. In order to move to a clear adoption of change, we will still need to ensure that more early majority leaders are willing to crossing the Chasm, (this inflection point to the paradigm shift) and that this process can be taken for granted and sustainable over time.

Key words: stakeholders, shareholders value, value reconciliation, latitude of CEOs, CEOs readiness for change, hyper-financialization.