



Gouvernance Financière

Master Finance et Stratégie

Année 2008-2009

Jean-Florent Rérolle



[Contact JFR]

- Background : voir mon blog
- Coordonnées
 - Houlihan Lokey, 20 rue Caumartin, Paris 75009
 - 01 53 43 38 03 ou 06 81 83 10 50
 - Jeanflorent.rerolle@sciences-po.org ou jrerolle@hl.com
- Blogs
 - <http://gouvernancefinanciere.blogspot.com/>
 - <http://www.rerolle.eu>

[Objectifs du séminaire]

- Compréhension enjeux du gouvernement d'entreprise...
 - Le fonctionnement « politique » de l'entreprise
 - L'identification des conflits d'intérêts et des dysfonctionnements financiers de l'entreprise
 - L'interaction entre les décisions financières et la gouvernance
- ...par une approche pratique et pluridisciplinaire avec l'intervention de plusieurs professionnels
- ...dont les bénéfices attendus sont :
 - Réflexions sur les objectifs et le fonctionnement des entreprises
 - Approfondissement des techniques d'analyse financière et de finance d'entreprise suivie dans les autres cours
 - Eclairage de la crise actuelle
 - Préparation à la vie professionnelle
 - Informations sur les métiers de la finance d'entreprise

Déroulement du séminaire

- Les séances : Les jeudis de 10:15 à 12:15
 - Ponctualité impérative
 - Le séminaire ne peut être validé si l'étudiant a manqué plus de 2 séances.
- Chaque séance est :
 - Consacrée à une facette de la gouvernance
 - Divisée en 2 parties d'une durée d'une heure chacune
 - Première partie
 - Exposé par un groupe de 2 étudiants : présentation de la (ou des) problématique (s) de la séance
 - Échange entre les participants avant l'arrivée de l'invité
 - Points importants à retenir
 - Seconde partie : témoignage d'un acteur du système de la gouvernance
 - Exposé de l'invité
 - Questions (sans complaisance, mais polies !) des participants
 - Surtout pas de langue de bois !!

Evaluation des étudiants

- Note individuelle
 - 1/3 : Participation active et ponctualité
 - Participation active aux discussions suivant l'exposé
 - Réflexions et questions à poser à l'invité sur le blog
 - Questions et débat avec l'invité
- Note collective
 - 1/3 : Préparation d'une séance
 - Débriefing avec JFR au moins une semaine avant au téléphone
 - Exposé (20 minutes maxi)
 - Animation de la séance (questions posées à l'invité)
 - 1/3 : Travaux écrits
 - Compte rendu des discussions avec l'invité (3 pages maxi)
 - Devoir écrit sur le sujet de l'exposé, mais enrichi par les différentes perspectives (5 pages)

[Un programme... ambitieux!]

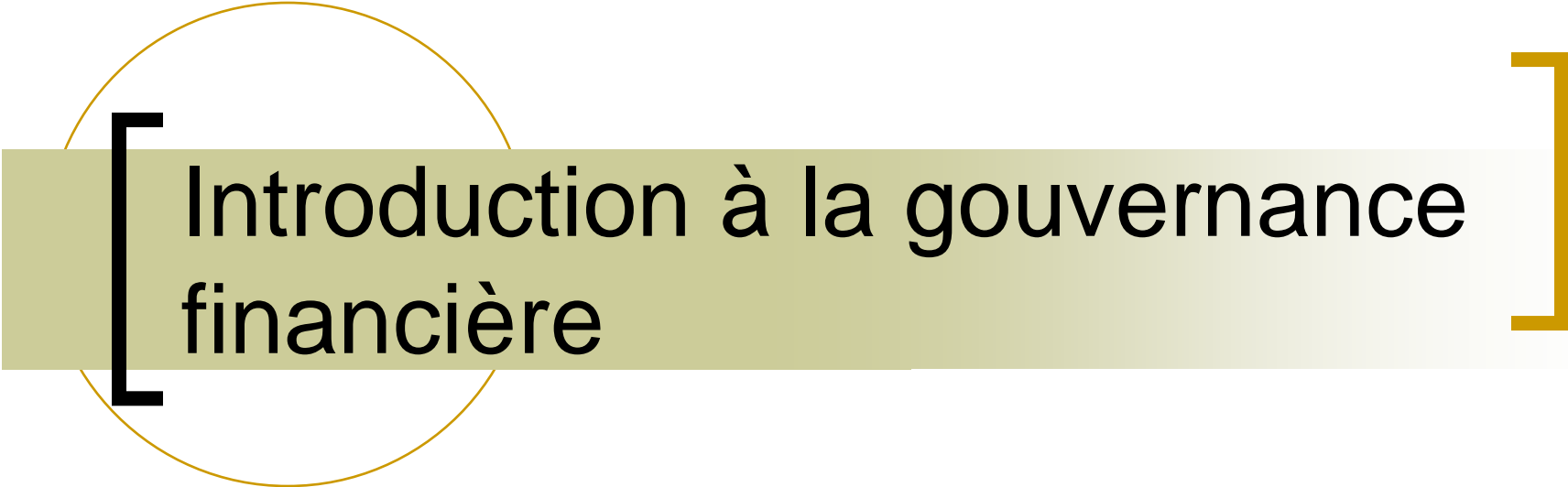
- La problématique du Gouvernement d'entreprise
- L'encadrement normatif du gouvernement d'entreprise
- Les mécanismes de contrôle interne
- Les mécanismes de contrôle externe
- L'élargissement du débat
 - La toile de fond : la crise financière
 - Actionnaires/parties prenantes
 - La société : la presse, l'Etat, le Développement durable...
 - Les cas particuliers : entreprises familiales et publiques ; interventions de l'Etat

[Les grands témoins]

- Laurent Faugérolas, Avocat d'affaires
- Frédéric Lemoine, Président d'un Conseil de surveillance
- Hélène Ploix, Administrateur indépendant
- Christian Mouillon, Commissaire aux Comptes
- Colette Neuville, Actionnaire minoritaire
- Agnès de Pétigny, Agence de notation
- Patrick Sayer, Investisseur, ancien banquier d'affaires
- Thierry Mulliez, Administrateur de sociétés familiales
- Robert Van Oordt, Administrateur de sociétés étrangères

[La préparation des séances]

- Le blog d'accompagnement du cours :
<http://gouvernancefinanciere.blogspot.com/>
 - Présentation du thème de la séance / Présentations
 - Questions posées à l'invité (avant la séance bien sûr !)
 - Différents messages au gré de l'actualité ou des besoins du cours
 - Articles à lire pour la préparation de la séance
 - La bio de l'invité
 - Bibliographie complémentaire
 - Liens
- Bibliographie générale:
 - Donald CHEW (Editor), *Corporate Governance at the crossroads: a book of readings* McGraw-Hill/Irwin Series in Finance, 2004
 - Hélène PLOIX, *Le Dirigeant et le Gouvernement d'entreprise* Village Mondial, 2003
 - Jean-Florent REROLLE, Florian BRESSAND, *Vade-mecum de l'administrateur* Gualino éditeur, 2004 (téléchargeable :
<http://www.rerolle.eu/post/2007/09/23/Ouvrage>)
 - Pierre VERNIMMEN, Pascal QUIRY, Yann LE FUR, *Finance d'entreprise* Collection Dalloz, 2005, 6ème édition



Introduction à la gouvernance financière

La gouvernance est un sujet omniprésent

HOTELLERIE

Le directeur général du groupe d'hôtellerie et de services, Gilles Pélisson, a été nommé hier président du conseil d'administration. Celui-ci a éclaté avec la démission de six de ses membres, dont l'ex-président Serge Weinberg. L'assemblée générale doit entériner cette transformation le 13 mai.

Accor : le conseil d'administration explose, Gilles Pélisson devient PDG

Le Monde.fr

La réunion, hier, du conseil d'administration d'Accor a finalement donné lieu à une crise au sommet avec pour double résultat l'explosion dudit conseil et la désignation d'un nouveau président du conseil, Serge Weinberg, dont « l'égérie » du comportement est unanimement saluée, ainsi que cinq autres de ses membres, à savoir Augustin de Romantes, directeur général du directeur général. Concernant le premier point, Accor a précisé dans un communiqué qu'« il est attendu » que le nouveau conseil « sera réuni, avec 13 membres au

Le capital d'Accor
Composition au 21 janvier 2008

Le "parachutage" de François Pérol n'a pas été validé par la Commission de déontologie

LE MONDE | 25.02.09 | 13h33 • Mis à jour le 25.02.09 | 13h37

Nicolas Sarkozy ne voit pas le "problème". Martine Aubry estime qu'on risque de n'être "plus dans une République". La nomination de François Pérol, secrétaire général adjoint de l'Elysée,

bakchich.com
ENQUÊTES, REPORTAGES & DESSOUS DE TABLE

<http://www.bakchich.info/Dossier-Vivendi-quand-non-li>

DOSSIER VIVENDI : QUAND NON-LIEU RIME AVEC LABORIEUX...

J6M | jeudi, 26 février 2009 | par Woodward et Newton

Si la presse a assuré fanfaronnante qu'un non lieu avait été rendu dans l'affaire Vivendi, il n'en est rien. Le d'instruction peut encore renvoyer captain Messier devant le tribunal correctionnel.

LesEchos
27/02/09
P. 30
Marchés

Les escrocs tombent un à un sous la férule du gendarme de la Bourse américaine

Deux champions suivis de quelques émules		
Fraudeurs	Nature des fraudes	Montant des fraudes estimées (en dollars)
Bernard Madoff	Fraude pyramidale (schéma Ponzi)	Estimé à 50 milliards par son auteur
Sir R. Allen Stanford	Investissements détournés et fausses informations	8 milliards
Paul Greenwood et Stephen Walsh	Détournement de fonds - escroquerie	554 millions
James H. Michaelson	Fraudes informatiques	Plusieurs centaines de millions

par Westgate Capital Ma (WCM), la société que présumé dirige. Les fonds gérés par cette entité : des valeurs d'encours (les performances avancées permis au financier de d'autres investisseurs, igr pertes régulières des fonds gérés par WCM. Selon les pertes essayées par ce fin 2008 furent telles et

Le Monde
3 mars 2009

Entre l'outre-mer

La crise impose de repenser le rôle de l'entreprise

Il faut renouer les liens avec fournisseurs, salariés, clients et territoires



Pour le chef d'entreprise que je suis, la période dans laquelle nous sommes entrés très vite une question longtemps occultée et qu'il me paraît nécessaire d'affronter l'entreprise dans notre société. Pendant de nombreuses années, qu'on s'en félicite

Les origines de la gouvernance : la société par actions

- **Adam Smith**, The Wealth of Nations (1776)

« The directors of such (joint-stock) companies, however, being the managers of other people's money rather than of their own, it cannot well be expected, that they should watch over it with the same anxious vigilance with which the partners in a private company frequently watch over their own. Like the stewards of a rich man, they are apt to consider attention to small matters as not for their master's honour and very easily give themselves a dispensation from having it. Negligence and profusion, therefore, must always prevail, more or less, in the management of the affairs of such a company »

- **Karl Marx**, le capital livre troisième, 1864-1875

« D'une manière générale, les sociétés par actions -qui se développent avec le système du crédit- tendent de plus en plus à séparer cette fonction administrative d'avec la possession du capital [...] à côté du véritable manager apparaît une foule de conseils d'administration et de direction pour qui l'administration et la direction ne sont, en fait, que prétextes à spolier les actionnaires et à amasser les richesses »

[La réflexion académique]

- **Berle et Means** : The modern corporation and private property (1932) : la dissociation de la propriété et de la direction de l'entreprise
 - « Quand le gros des profits est destiné à aller aux propriétaires qui sont des individus autres que ceux qui détiennent le contrôle, il est plus que probable que les intérêts de ces derniers divergeront de ceux qui ont la propriété et ... le groupe détenant le contrôle [sera] en position de servir ses propres intérêts »
 - *Contexte de la crise de 1929 : défaillance des systèmes de contrôle, ruine des actionnaires, création de la SEC ...*

- **Jensen et Meckling** : Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure (1976) : la théorie de l'agence
 - « We (...) characterize the agency conflict between the owner-manager and outside shareholders as deriving from the manager's tendency to appropriate perquisites out of the firm's resources for his own consumption. (...) the most important conflict arises from the fact that as the manager's ownership claim falls, his incentive to devote significant effort to creative activities such as searching out new profitable ventures falls »

Les « aléas moraux » sont nombreux

- **Une stratégie de la valeur non optimale**
 - Effort insuffisant ou dispersion d'attention
 - Dépenses somptuaires ou des Investissements de prestige
 - Politique financière non optimale (dividendes, trésorerie pléthorique)
 - Complexité ou diversification, créatrices d'asymétrie d'information
 - Fuite en avant ou au contraire frilosité pour ne pas menacer les positions acquises
- **Une mauvaise répartition de la valeur**
 - Rémunérations excessives ou déconnectées de la performance
 - Bénéfices privés (avantages en nature)
 - Spoliation des créanciers : Substitution d'actifs pour transférer de la valeur des créanciers vers les actionnaires
 - Délits d'initiés
- **Des stratégies de protection (enracinement)**
 - Investissement dans des activités qui rendent les managers indispensables
 - Manipulations comptables
 - Résistance aux acquisitions hostiles
 - Lobbying pour une protection anti-OPA
 - Choix des successeurs
 - Contrôle du conseil d'administration

L'exemple édifiant de la faillite de Worldcom

- 1983: création de LDDS par Bernard Ebbers
- De 1985 à 2000: 60 acquisitions (dont MCI pour 40 milliards \$)
- Quelques chiffres:
 - 55000 employés
 - 30 milliards de Chiffre d'affaires
 - 20 millions de clients
 - #2 derrière ATT
 - Capitalisation a atteint \$180b
 - **Action : 64\$**
- Chronologie de la chute:
 - 11 mars 2002: enquête de la SEC pour irrégularité comptable
 - 3 avril: licenciement de 3700 personnes
 - 22 et 23 avril: dégradation de la notation
 - 30 avril: démission de Ebbers
 - 9 et 10 mai: statut de la notation porté à « junk »
 - 25 juin: licenciement du CFO et révélation de la fraude comptable
 - **Action: 0,06\$**

De multiples raisons expliquent ce désastre (1)

- Modalités de développement:
 - Endettement de 40 milliards \$ pour des actifs intangibles;
 - Augmentation des charges fixes;
 - Absence de politique d'intégration
- Soutien constant des analystes (Jack Grubman)
- Contrôles internes et externes inexistants ou déficients
- Conditions économiques:
 - Surcapacité des infrastructures de télécommunication,
 - Substitution du wireless au fixed line,
 - Crise internet
- Manipulations comptables: surestimation
 - Du chiffre d'affaires: 11 milliards \$
 - Des d'actifs : 80Mds \$ (75% du montant)

De multiples raisons expliquent ce désastre (2)

■ Cupidité de Ebbers

- Endettement personnel de Ebbers (500 M\$ à 1Md\$) garanti par ses actions
- Prêts et garanties données par Worldcom pour soutenir Ebbers ont été jusqu'à 400M\$
- Enveloppe de 240 M\$ de retention grants à la discrétion de Ebbers

■ Faillite de la gouvernance

- 80% d'administrateurs indépendants, séparation du Pdt et du CEO, une prière d'ouverture pour chaque conseil, mais ...
- Beaucoup d'administrateurs devaient leurs fortune à Ebbers
- Des réunions du Conseil d'administration formelles et des administrateurs peu engagés
- Comité d'audit peu actif face à la complexité de l'entreprise (6 heures/ an)
- Comité de rémunération mobilisé pour imaginer de nouveaux moyens d'enrichir Ebbers (17 réunions / an)

La théorie de l'agence est généralement privilégiée

- La firme est une fiction légale : elle est la résultante d'un processus de résolution de conflits entre les individus par le biais de contrats (l'entreprise est un nœud de contrats)
- Le mandataire (agent) exerce une activité pour le compte du mandant (principal) ayant pour but de préciser les conditions d'utilisation des fonds (théorie des mandats).
- Sont concernés les dirigeants, les actionnaires majoritaires et minoritaires et les créanciers
- Ces contrats sont nécessairement incomplets et posent le problème des droits de contrôle résiduels qui sont largement laissés à la discrétion des dirigeants
- Les coûts d'agence sont les coûts de surveillance, les coûts de dédouanement et les coûts résiduels
- La gouvernance a pour objectif de mettre des contraintes pour limiter les risques encourus par les apporteurs de fonds

Les définitions de la gouvernance financière

- La gouvernance s'intéresse à la façon dont les dirigeants sont gouvernés

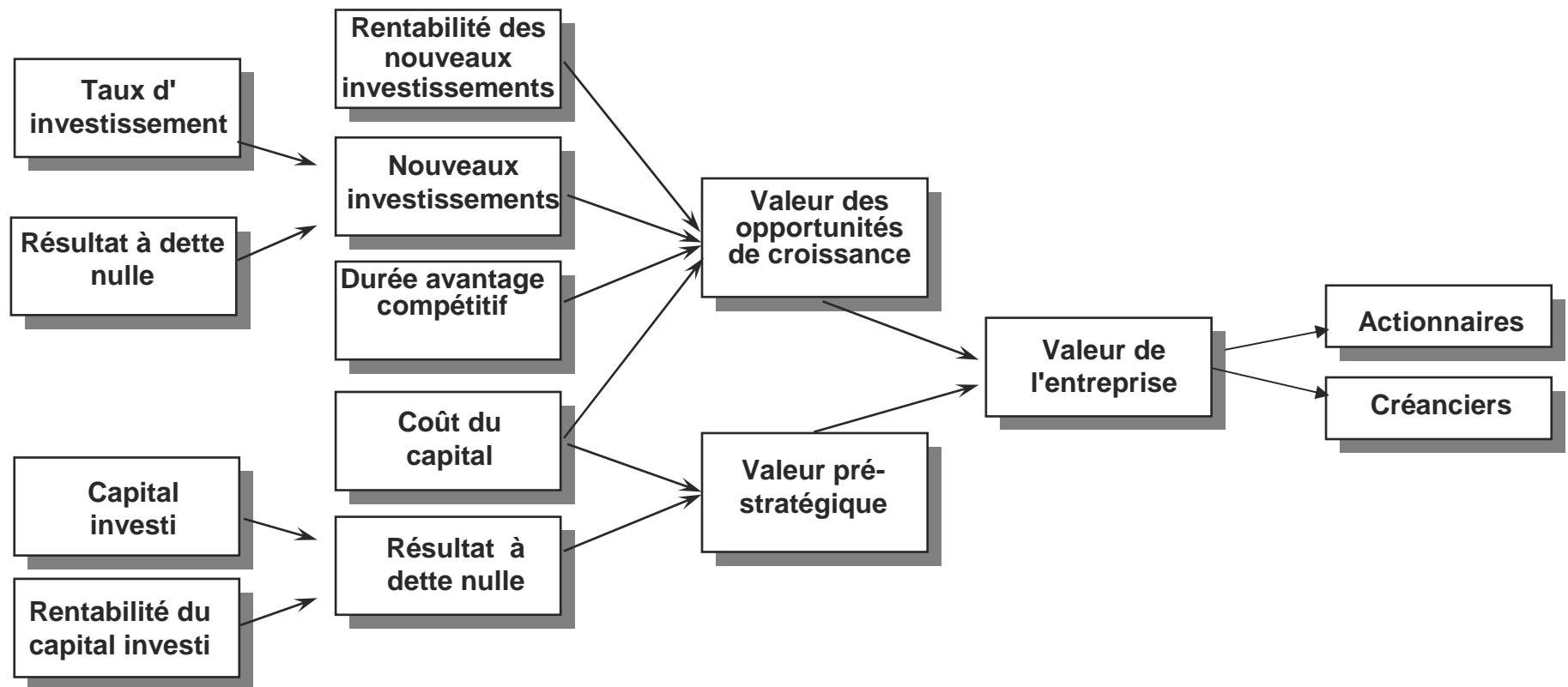
- Définition classique :

“Corporate governance deals with the ways in which suppliers of finance to corporations assure themselves of getting a return on their investment”, (Shleifer and Vishny: A survey of corporate governance, The Journal of Finance 1997)

- Définition proposée :

La gouvernance financière est l'ensemble des procédures et mécanismes qui encadrent les décisions de création et de répartition de la valeur.

Les déterminants de la valeur



Finance et stratégie

La Finance

- **Objectif:** maximiser la valeur de la firme
- **Politique d'investissement:** investir dans des projets créateurs de valeur
- **Politique de financement:** choisir la structure financière
- **Politique de dividendes :** rendre le cash aux actionnaires en l'absence de projets créateurs de valeur

La Stratégie

- **Objectif:** créer, développer et maintenir des avantages compétitifs
- **Caractéristiques :** Décisif, Durable, Défendable
- **Stratégie de coût / Différenciation**
- **Construction :**
 - Optimisation de la chaîne de valeur
 - Meilleure coordination interfonctionnelle possible
 - Amélioration de la coordination externe

[La gouvernance externe]

- Réglementation
- Loi : Code du Commerce, Droit comptable, RGAMF
 - Soft law : Normes, bonnes pratiques
- Marchés
 - Financiers : Actionnaires et créanciers
 - Prise de contrôle
 - Travail
 - Biens et Services
- Analytes externes
 - Analystes financiers (actions et crédit)
 - Gouvernance (notation et proxy firms)
- Contrôle des comptes, Assureurs, Avocat, Experts indépendants
- Système judiciaire
- Médias
- Etat, Pouvoir politique

[La gouvernance interne]

- Statuts, règlements intérieurs
- Le conseil d'administration
 - Role : conseil ou contrôle
 - Composition : taille, indépendance
 - Organisation : comités, dissociation
- Rémunération des dirigeants
 - Actionnariat
 - Structure de la rémunération
- Structure financière
- Droits
 - Des actionnaires : poison pills, droits de vote
 - Des créanciers
- Contrôle interne
 - Ethique
 - Processus de Reporting financier
 - ERM

[La typologie institutionnelle]

- Le modèle outsider/Market based
 - Dispersion du capital
 - Investisseurs institutionnels puissants
 - Protection juridique des actionnaires
 - Transparence de l'information
 - Conflit majeur : dirigeant/actionnaire

Exemples : US, UK
- Le modèle insider/blockholder
 - Concentration de la propriété dans un petit nombre d'investisseurs
 - Faible protection des actionnaires minoritaires
 - Faible exigence de transparence
 - Conflit majeur : majoritaire/minoritaire

Exemples : Europe continentale (Allemagne), Japon.

Typologie fondée sur la spécificité et l'intentionnalité

	Mécanismes spécifiques	Mécanismes non spécifiques
Mécanismes intentionnels	<ul style="list-style-type: none"> . contrôle direct des actionnaires (assemblée) . conseil d'administration (avec ou sans séparation présidence du conseil, direction ou forme unique contre forme biconseil) . systèmes de rémunération, d'intéressement . structure formelle . auditeurs internes . comité d'entreprise . syndicat "maison" 	<ul style="list-style-type: none"> . environnement légal et réglementaire (lois sur sociétés, sur le travail, droit de la faillite, droit social...) . syndicats nationaux . auditeurs légaux . associations de consommateurs
Mécanismes spontanés	<ul style="list-style-type: none"> . réseaux de confiance informels . surveillance mutuelle des dirigeants . culture d'entreprise . réputation auprès des salariés (respect des engagements) 	<ul style="list-style-type: none"> . marchés des biens et des services . marché financier (dont prises de contrôle) . intermédiation financière . crédit interentreprises . marché du travail . marché politique . marché du capital social . environnement "sociétal" . environnement médiatique . culture des affaires . marché de la formation

Source : Charreaux

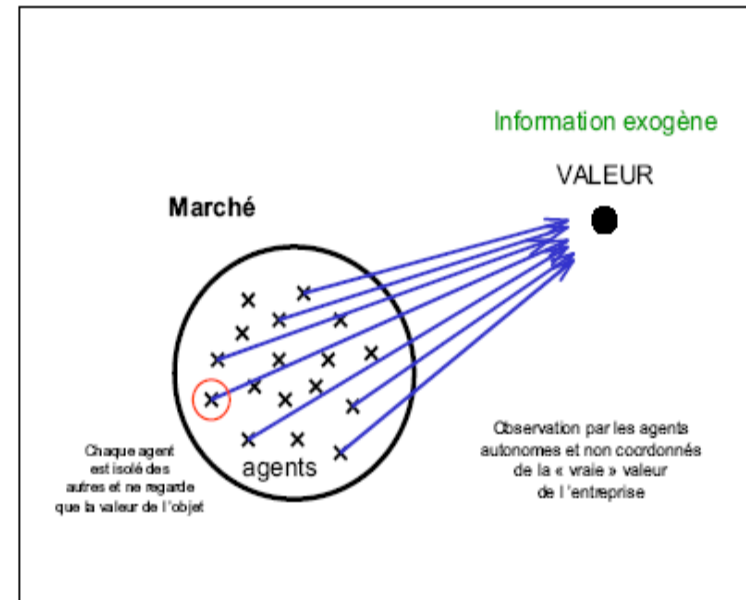
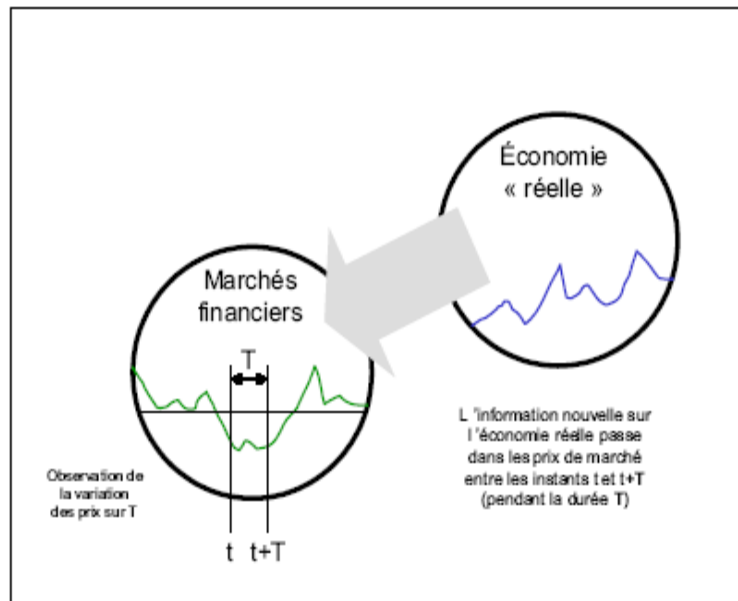
La dimension idéologique de la théorie de l'agence

- Adam Smith n'était pas un économiste, mais un professeur de philosophie morale à Glasgow
- L'essence de la théorie positive de l'agence est libérale
 - Allocation des ressources est faite par le marché (supériorité par rapport aux entreprises)
 - Individualisme radical. Recherche de l'intérêt personnel, égoïsme des individus
 - Les institutions doivent être hors de portée des individus opportunistes qui risquent de mal orienter les ressources
 - Les actionnaires occupent une position centrale pour discipliner les managers (suprématie de l'intérêt des actionnaires : valeur actionnariale est l'objectif suprême)
 - Les contrôles externes sont donc privilégiés

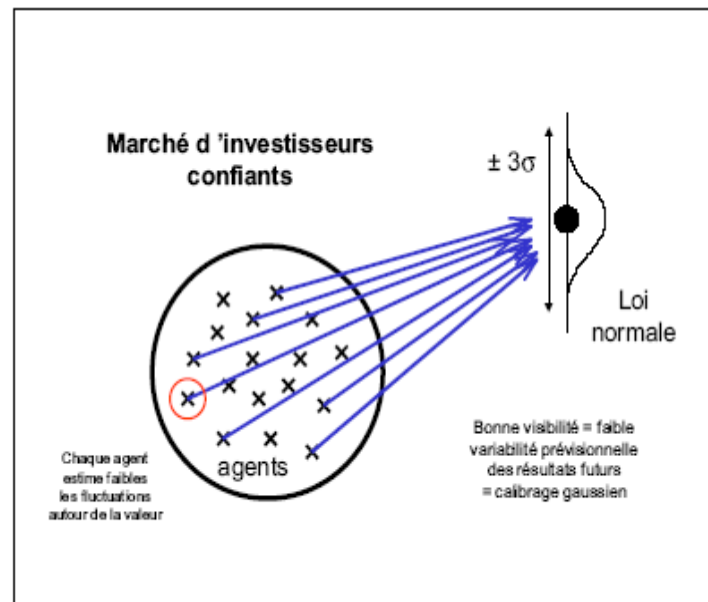
Le cadre théorique : l'efficacité informationnelle des marchés

- Un marché est efficace sur le plan informationnel lorsque les prix reflètent toute l'information utile et disponible
- Le prix de marché est un bon estimateur de la valeur fondamentale (valeur actuelle des flux de liquidités futures)
- Caractéristiques:
 - Accès à l'information égal et peu onéreux
 - Coût de transaction faible
 - Liquidité du marché
 - Rationalité des investisseurs
 - Consensus de modélisation
- Conséquences pour la finance d'entreprise
 - Il n'y a pas d'ambiguïté sur l'objectif de la firme : maximisation de la valeur
 - Les manipulations du résultat sont vaines
 - La performance boursière est un indicateur significatif de la performance financière de la firme

L'efficacité informationnelle des marchés ...

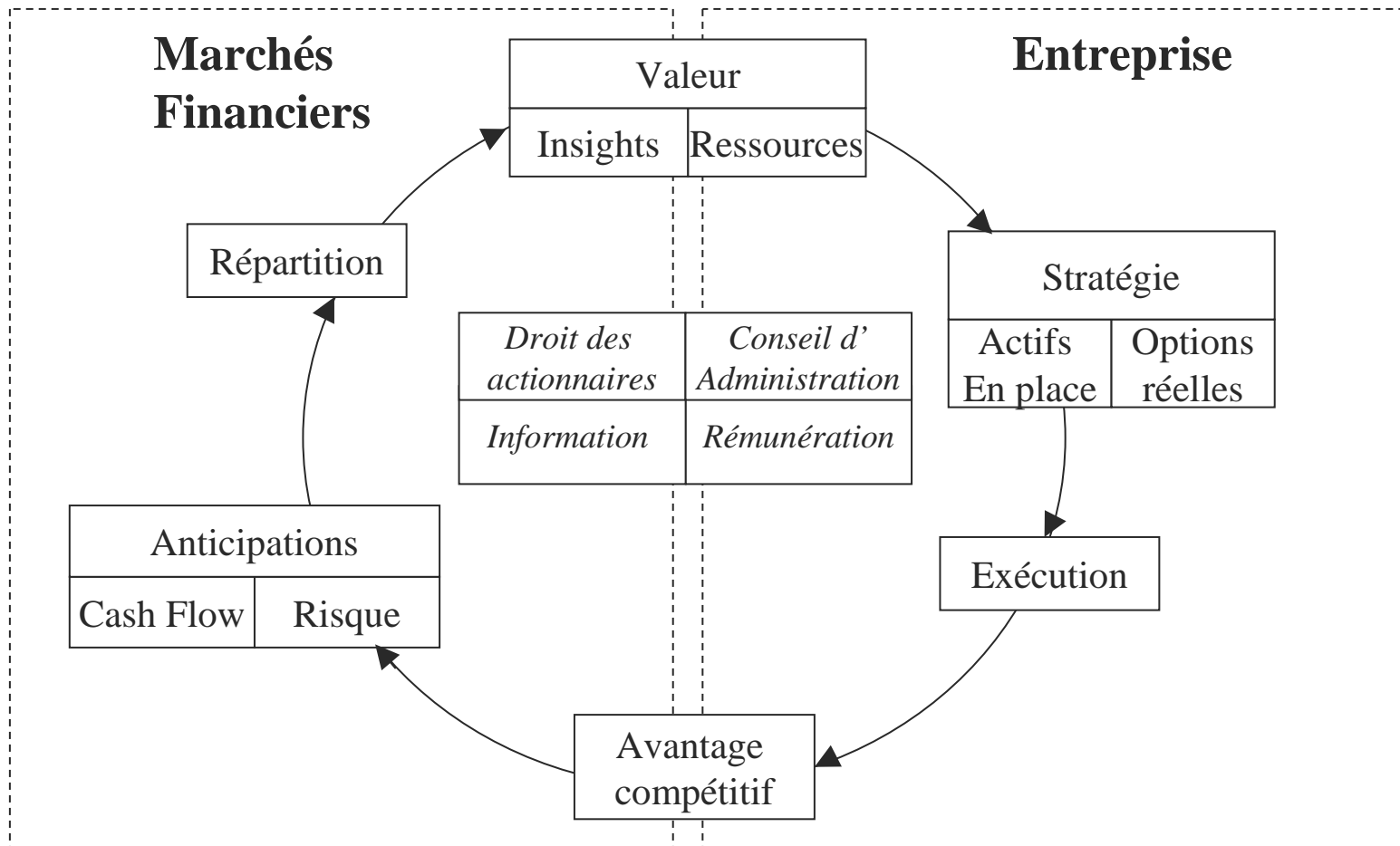


[...qui repose sur un consensus gaussien]



Source : Christian Walter

Les interactions entre l'entreprise et les marchés financiers



La gouvernance est devenue une dimension clé pour l'entreprise

Pressions multiples

- Un législateur et des régulateurs mobilisés
- Des partenaires financiers plus conscients
 - Les investisseurs institutionnels
 - Les créanciers
 - Le marché
- Un public plus sensible
 - Les salariés
 - Les consommateurs
 - Les fournisseurs

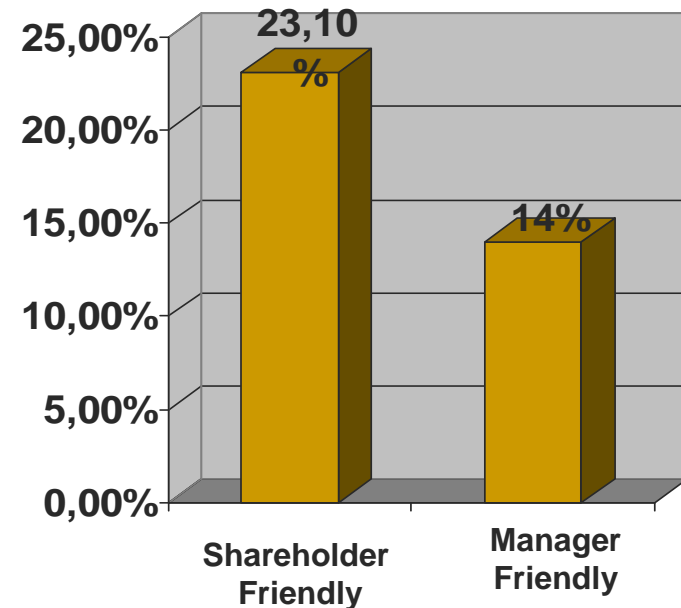
Facteurs d'accélération

- La convergence internationale
 - Comparabilité des entreprises
- La transparence...
- ...Et ses auxiliaires
 - Agences de notation
 - Commissaires aux comptes
 - Analystes et journalistes
 - Whistleblowers
- Les juges
- Une meilleure compréhension
 - Atouts
 - Difficultés

L'actionnaire valorise positivement la gouvernance

- Études partielles qui montrent que la valeur est corrélée à :
 - Indépendance du Conseil
 - Séparation du Président et du CEO
 - Structure du conseil (importance, proportion d'exécutives...)
 - Méthodes de travail (comités, fréquence..)
 - Cumul des mandats
 - Nature de la rémunération des dirigeants
- McKinsey, 2002 : les investisseurs institutionnels sont prêts à payer une prime de 12 à 14% pour les entreprises qui adoptent les meilleures pratiques de gouvernance

- Gompers et autres
 - Etude faite en 2001
 - 1500 entreprises
 - 1990-1999



Le créancier s'intéresse aussi à la gouvernance (1)

- Des investisseurs en obligations comme Hermes ont des équipes spécialisées dans la gouvernance
- Les études académiques confirment l'importance de la gouvernance pour les créanciers : Ashbaugh, Collins, LaFond (2004, "The Effects of Corporate Governance on Firms' Credit Ratings"). La notation est :
 - Reliée négativement :
 - Au nombre d'actionnaires possédant au moins 5% du capital
 - À la puissance du CEO au sein du Conseil
 - Reliée positivement :
 - À la faiblesse du droit des actionnaires en cas d'OPAs
 - Au degré de transparence financière
 - À l'indépendance du Conseil d'administration et à son expertise
- Les fonds prennent le contrôle d'entreprises en difficulté en rachetant de la dette « distressed »
- Les agences de notation ont modifié leurs approches traditionnelles pour intégrer la gouvernance comme un critère qui peut conduire à une dégradation de la note

Le créancier s'intéresse aussi à la gouvernance (2)

- D.P.L. Inc, (US based Company involved in electricity distribution and funds management). Rating has been downgraded from BBB to BB in December 2003 for various reasons but principally due to :

« the high turnover of key Executives: 5 CFO in 5 years, departures and nominations of a high number of Board members in the past 18 months, generous compensations to Executives based on the funds management activity ».

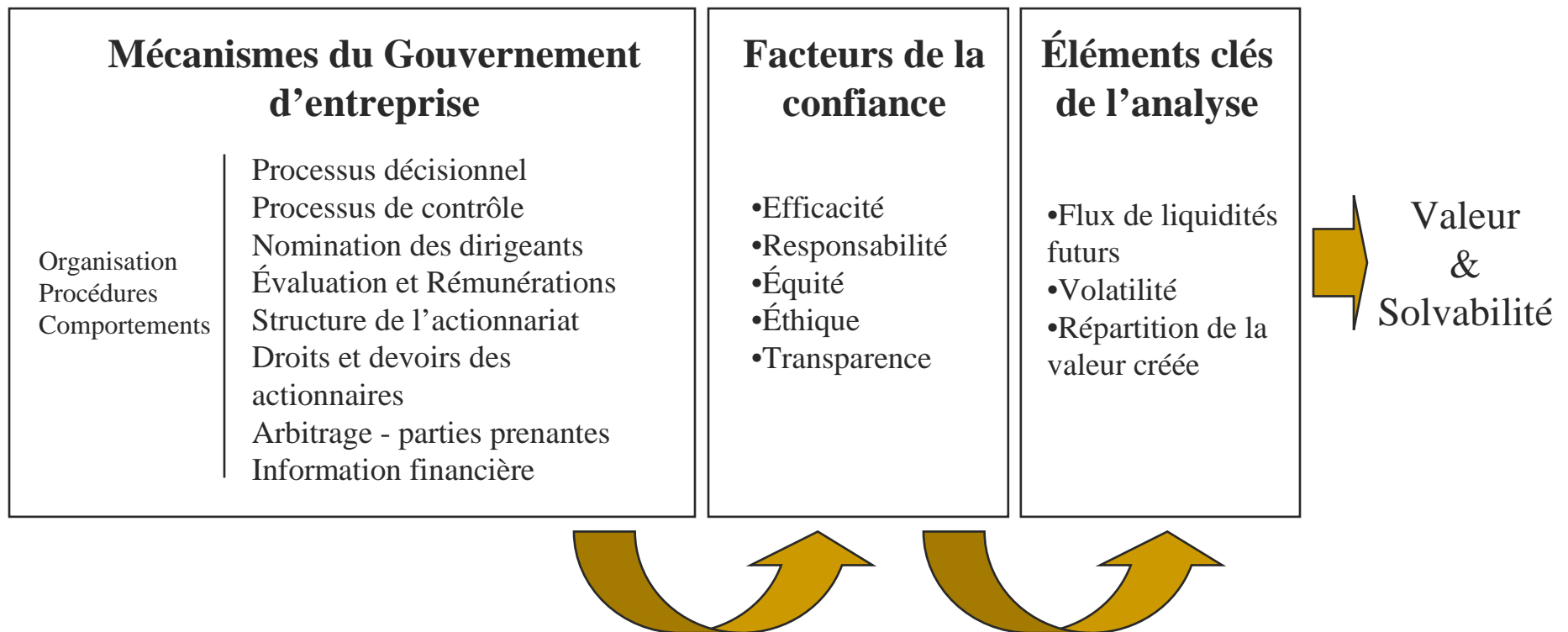
La notation de la gouvernance devient une pratique courante

- Des services de notation spécialisés:
 - Governance Metrics International: www.gmiratings.com
 - Risk metrics: <http://www.riskmetrics.com/>
 - Standard & Poor's: www.standardandpoors.com
 - Deutsche Bank/DWS Investments: www.db.com
 - The Corporate Library: www.thecorporatelibrary.com
- L'intégration du Gouvernement d'entreprise dans la notation financière
 - Moody's
 - Standard & Poors
 - Fitch

L'impact de la notation de la gouvernance

- Elle impacte directement ou indirectement:
 - La composition des conseils
 - La réputation de l'entreprise et sa politique de communication
 - Le coût des assurances D&O
 - Le recrutement de nouveaux administrateurs
 - La rémunération des dirigeants
 - L'attractivité pour les investisseurs institutionnels et le coût du capital
 - La notation financière et coût de la dette

L'impact de la gouvernance sur la valeur et la solvabilité



La gouvernance financière est l'ensemble des procédures et mécanismes qui encadrent les décisions de création et de répartition de la valeur.

Mais la théorie de l'agence est contestée...

- Théories disciplinaires
 - Myopic market model : vision à court terme imposée par les marchés financiers doit être corrigée (loyauté actionnariale, empowerment d'autres groupes ayant des relations à long terme avec la firme ...)
 - Stewardship model: les motivations des dirigeants sont diverses (altruisme, reconnaissance, satisfaction de la tâche accomplie ...)
 - Stakeholder model (concept de Team production): la firme n'appartient pas aux actionnaires, mais à tous ceux qui contribuent à sa prospérité par l'apport d'actifs spécifiques (Salariés, créanciers, clients, fournisseurs, ...). L'objectif de la firme est alors de maximiser la richesse des stakeholders.
- Les théories cognitives
 - Elles s'intéressent à la création d'un avantage concurrentiel fondé sur compétences de la firme. La gouvernance sert à aider les dirigeants à construire ou détecter des opportunités, à acquérir des compétences.

Le courant disciplinaire

Courant disciplinaire	Actionnarial	Partenarial
Hypothèse	Les actionnaires seuls à assumer le risque	Toutes les parties prenantes sont affectées par le risque (non respect des contrats, externalités...)
Critère d'efficience	Valeur actionnariale	Valeur « partenariale »
Objectif du Système de Gce	Sécuriser l'investissement financier	Sécuriser l'ensemble des investissements (capital humain des salariés...) sources des compétences de l'entreprise Mais une focalisation sur le respect des engagements pas sur la formation des compétences

Les deux grandes familles de théories (1)

	Théories disciplinaires	Théories cognitives
Levier d'efficience	Eviter les pertes liées aux conflits d'intérêts par les systèmes disciplinaires (incitation et mesure de performance)	Assurer un avantage concurrentiel fondé sur les compétences Vision, innovation et adaptation
Type d'efficience	Allocative et statique Exploiter au mieux les ressources existantes	Dynamique et adaptative (la croissance durable)
Rôle des systèmes de gouvernance (marchés, lois, CA, etc.)	Préventif et curatif Eviter ou réduire les conflits d'intérêts	Cognitif Aider les dirigeants à construire ou détecter les opportunités, à acquérir ou créer les compétences

Les deux grandes familles de théories (2)

	Théories disciplinaires	Théories cognitives
Conception de l'organisation	Nœud de contrats	Répertoire de connaissances ou de compétences
Courants théoriques	Théories contractuelles dont théorie de l'agence	Théorie économique évolutionniste, courant stratégique des ressources et compétences
Principaux auteurs	Jensen & Meckling, Fama, Shleifer et Vishny, Blair, Zingales...	Prahalad, Lazonick & O'Sullivan...

[...l'efficacité informationnelle des marchés également]

- Quelques précurseurs : R. Thaler, R. Shiller, D. Kahnemann, A.Tversky, Hirshleifer, Odean
- Anomalies : effets saisonniers, décote d'introduction en bourse, volatilité plus importante que celle de la valeur fondamentale, sur-réaction à l'information passée, phénomènes de feedback, bulles spéculatives...
- Les rentabilités du marché ne suivent pas une loi normale
 - Phénomène leptokurtique
 - Bulles et crashes
- Documentation des biais psychologiques qui affectent les investisseurs
 - Prise de risque excessive
 - Frilosité
 - Suivisme
- Ces biais comportementaux s'appliquent aux actionnaires comme aux dirigeants !

Les principaux biais comportementaux

■ **Prise de risque excessive**

- Excès d'optimisme, sentiment d'invulnérabilité
- Propension à minimiser ses échecs et à valoriser ses succès
- Tendence à surestimer l'information qui confirme ses décisions ou ses préjugés (Biais de la confirmation) ;
- Excès de confiance en soi entraînant l'illusion de contrôler les événements ;
- Aveuglement au désastre (sous-estimation de la probabilité d'une catastrophe)
- Tentation de « doubler la mise » pour revenir à l'équilibre

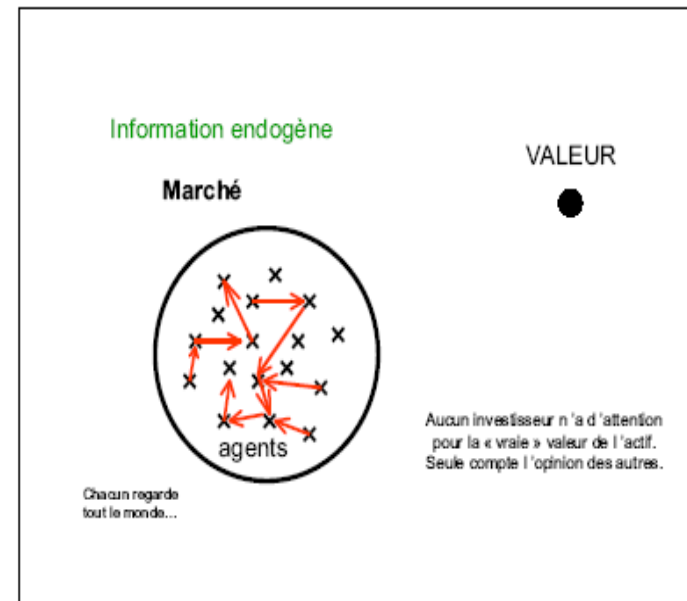
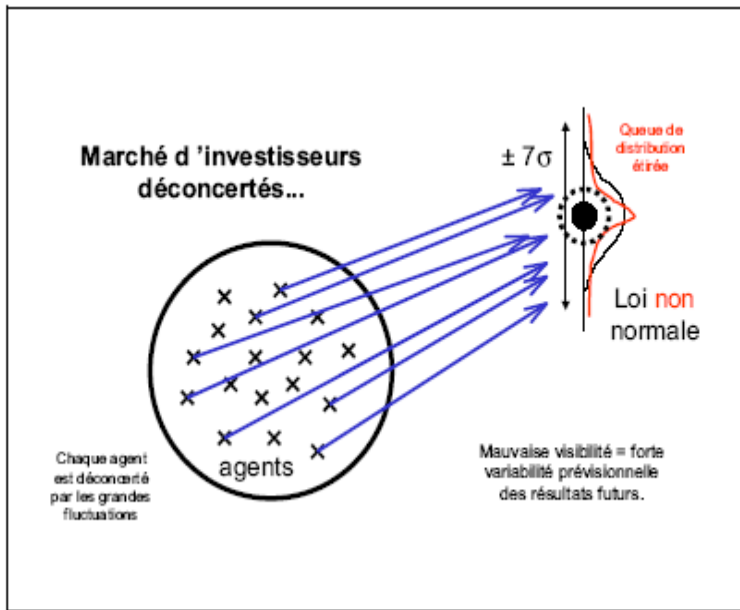
■ **Frilosité**

- Aversion aux pertes : les individus ressentent deux fois plus intensément une perte qu'un gain du même montant.
- Hantise du regret : ne jamais dévier de la moyenne, voire de ne jamais faire de choix (paralysie de la décision pour maintenir le statu quo)

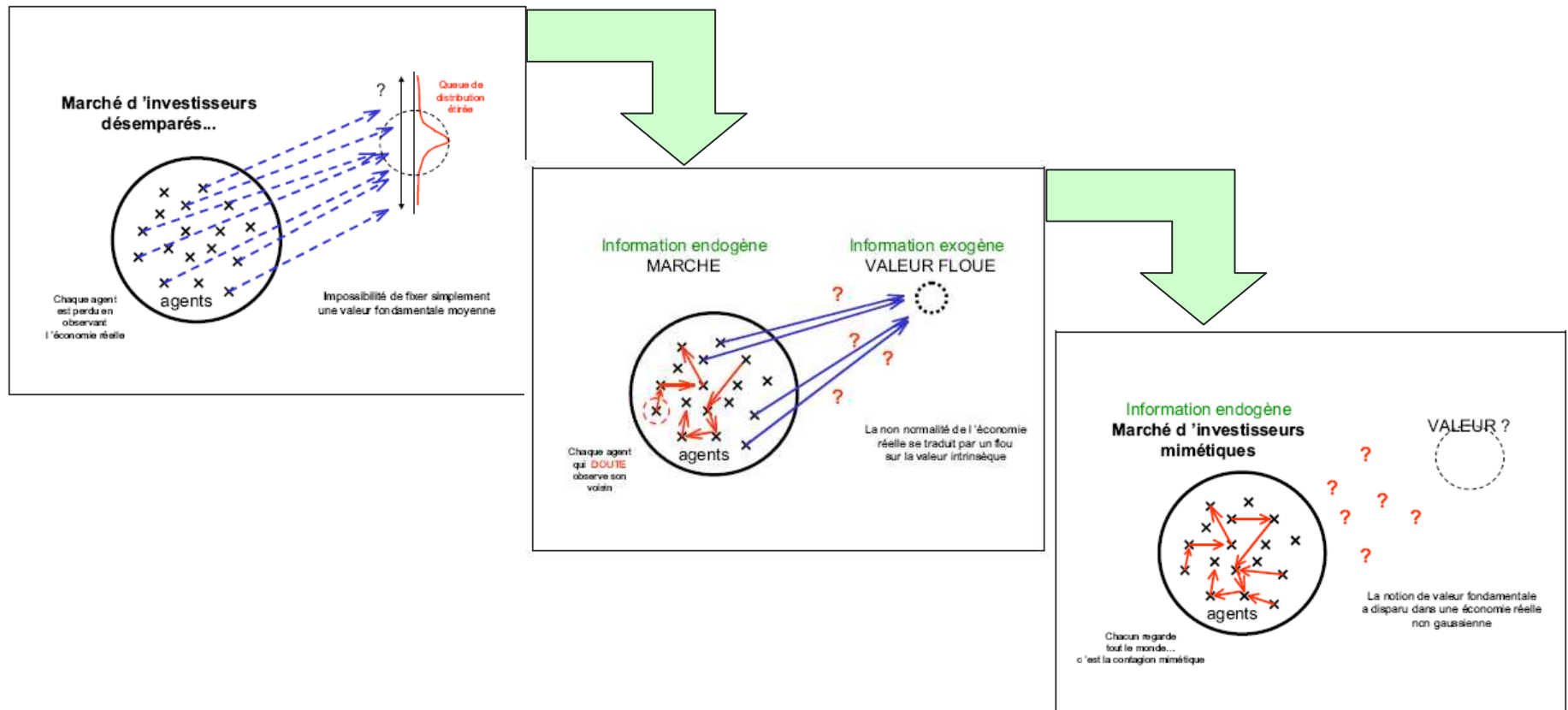
■ **Suivisme**

- Angoisse de la décision amenant à imiter les décisions d'un autre acteur
- Peur de « rater la vague » conduisant à suivre des effets de mode désastreux (bulle Internet)
- Confiance excessive dans les experts ou les « gourous »

Le marché déconcerté ou autoréférentiel



De l'incertitude, au doute angoissant..à la folie spéculative



Source : Christian Walter

La boussole de la valeur actionnariale est-elle cassée ?

- Le cours de bourse n'est jamais parfaitement aligné avec la valeur fondamentale
 - Le cours est le fruit d'un processus complexe d'anticipations qui peuvent être décalées par rapport au management
 - Volatilité accrue dans une économie sauvage
 - Psychologie des marchés mimétiques
 - Syndrome du « Millenium Bridge »
 - Boucle de rétroaction entre valeur de marché et valeur fondamentale
 - Valeur peut dépendre du volume de liquidités disponibles
- La situation actuelle est exceptionnelle (enfin, on l'espère !)

La gouvernance est-elle menacée ?

- La gouvernance semble impuissante à éviter scandales et crises :
 - Une application formelle, mécanique
 - Une adhésion feinte
 - Une légitimité des dirigeants et des élites affectée
- Une partie de ses fondements idéologiques est atteinte
 - La fausse transparence
 - L'égoïsme / l'altruisme des individus
 - L'efficacité des marchés
 - Le retour de l'Etat
- Les 3 scénarios de Pierre-Yves Gomez :
 - Le déni : mieux réguler la gouvernance financière
 - Le dépassement : rééquilibrer le pouvoir des actionnaires par l'introduction des stakeholders
 - L'appropriation sociale : renforcer le pouvoir des vrais actionnaires qui a été confisqué par l'industrie financière