



# LA CIRCULATION DU CAPITAL LA GOUVERNANCE D'ENTREPRISE (CORPORATE GOVERNANCE): UNE APPROCHE TERRITORIALE

Olivier Crevoisier et José Corpataux

## Auteurs

José Corpataux a travaillé de nombreuses années dans le domaine de l'économie régionale/géographie économique, s'intéressant en particulier aux liens qu'entretiennent finance et espace. Il occupe actuellement un poste de secrétaire central à l'Union syndicale suisse (USS), à Berne.

[Jose.Corpataux@sgb.ch](mailto:Jose.Corpataux@sgb.ch)

Olivier Crevoisier est professeur et directeur de recherche du Groupe de recherche en économie territoriale (GRET) de l'Institut de sociologie de l'Université de Neuchâtel. Il aborde les phénomènes économiques selon une approche institutionnaliste et territoriale. Ses principaux domaines de recherches sont les milieux innovateurs, l'industrie financière et les ressources culturelles.

[Olivier.crevoisier@unine.ch](mailto:Olivier.crevoisier@unine.ch)

© 2010 by the author

ISSN : 1662-744X



### Contact:

MAPS - Maison d'analyse des processus sociaux  
Faubourg de l'Hôpital 27  
CH - 2000 Neuchâtel  
Tél. +41 32 718 39 34  
[www2.unine.ch/maps](http://www2.unine.ch/maps)  
[maps.info@unine.ch](mailto:maps.info@unine.ch)

## **Abstract:**

Jusque dans les années quatre-vingts, l'industrie financière était contenue institutionnellement et géographiquement. L'économie financière était relativement stable et, de plus, subordonnée à l'économie réelle. Or, la montée en puissance des marchés financiers institutionnalise l'émergence d'actionnaires intéressés de plus en plus exclusivement aux seuls rendements financiers et de moins en moins impliqués dans les dimensions sociale et territoriale des activités. En bref, l'industrie financière est parvenue à construire une disjonction fonctionnelle et spatiale entre investisseurs et entrepreneurs, jetant ainsi les bases de ce que l'on appelle aujourd'hui la *corporate governance*. La thèse de cet article est que l'accroissement de mobilité/liquidité du capital, l'affirmation du principe de diversification et la complexification croissante des circuits financiers sont des éléments qui ont rendu cette disjonction possible. Il en résulte une mise à distance qui rend les investisseurs myopes et passifs envers les caractéristiques réelles (locales) des entreprises. Parallèlement, à cette disjonction entre économies réelle et financière, l'industrie financière va *s'autonomiser* pour occuper progressivement une position de surplomb par rapport à l'économie réelle, position qu'elle acquiert grâce à une géographie de fonctionnement qui lui permet de court-circuiter les contraintes spatiales de l'économie réelle et de reporter les coûts de la compétitivité sur les sociétés locales ou nationales.

## **Keywords:**

Territorial governance, institutional investors, short circuits, sustainability.

Les théories de la gouvernance d'entreprise (corporate governance) se sont développées en parallèle avec les marchés financiers et avec le pouvoir croissant des investisseurs institutionnels. En effet, le pouvoir des marchés financiers se mesure en particulier par l'aptitude des détenteurs d'actions – au premier rang desquels figurent ces mêmes investisseurs institutionnels – à agir sur les entreprises et leurs dirigeants. Néanmoins, ces théories ne prennent pas en compte un point crucial : Elles négligent les contextes sociaux et territoriaux auxquels firmes et investisseurs appartiennent. La montée en puissance des marchés financiers institutionnalise l'émergence d'actionnaires intéressés de plus en plus exclusivement aux seuls rendements financiers et de moins en moins impliqués dans les dimensions sociale et/ou territoriale. Cette disjonction entre fonctions entrepreneuriale et financière permet à cette dernière de s'abstraire de la multi-dimensionnalité des questions territoriales ou sociales, à l'instar de celles qui ont trait à la formation, à la recherche publique, au renouvellement des ressources, aux conditions de travail ou encore au développement durable.

Ces questions s'inscrivent dans une réflexion plus large qui concerne la globalisation. Cette dernière se caractérise par une croissance rapide des relations économiques par-dessus les frontières traditionnelles des Etats-nations menée par les entreprises multinationales et les principaux acteurs financiers. Elle débouche sur une «économie globalisée», de plus en plus intégrée et interdépendante (Dicken 1998). La finance a joué un rôle premier et central dans ce mouvement. La question très concrète développée ici sera celle de la manière dont aujourd'hui la globalisation financière établit ses connexions avec les entreprises et les territoires qui caractérisent l'économie réelle.

Pour comprendre l'articulation entre sphères réelle et financière dans une perspective géographique, cet article pose l'hypothèse que la gouvernance d'entreprise est une construction spatiale de disjonction, d'éloignement, d'abstraction et de hiérarchisation entre les fonctions financière et entrepreneuriale. Cette gouvernance institutionnalise les stratégies de défection («exit» Hirschmann 1970) et ceci correspond à une construction territoriale.

La disjonction, c'est une division nette du travail entre d'une part un investisseur qui se préoccupe avant tout d'investir, de désinvestir et de réinvestir son capital et d'autre part un entrepreneur, individuel ou collectif, qui prend en charge l'organisation de la production et de l'innovation.

L'éloignement est la distance géographique, institutionnelle et sociale qui sépare désormais l'investisseur de l'entrepreneur, de l'entreprise et du territoire auquel cette dernière appartient. Cette distance est constituée de relations financières entre les firmes, les marchés financiers organisés à l'échelle du monde et les investisseurs finaux.

L'abstraction est une opération réalisée par les acteurs financiers. Elle consiste d'une part à réduire une activité économique aux deux critères quantitatifs que sont le profit espéré et le risque probabilisé, deux notions abstraites d'une réalité beaucoup plus complexe. D'autre part, elle rend les détenteurs de capitaux anonymes ou plus ou moins anonymes par le fractionnement du capital-actions et la circulation de ce dernier.

La hiérarchisation spatiale enfin car cette création de distance va de pair avec une possibilité de défection (exit) maintenue permanente par l'investisseur grâce à la liquidité des marchés financiers. Cette hiérarchie définit d'une part des régions centrales étroitement intégrées, la global city (Sassen 1991), et d'autre part une mosaïque de territoires de plus en plus subordonnées aux critères de gestion d'une finance globale et libéralisée. Ces derniers sont en concurrence les uns avec les autres dans le cadre de l'économie réelle et sont soumis à une concurrence quantitative par les coûts et qualitative par l'innovation.

La thèse défendue ici est que l'institutionnalisation du passage par l'ailleurs et des stratégies de défection a permis au cours de ces vingt dernières années aux investisseurs de jouir d'une position privilégiée grâce à l'expansion spatiale et sectorielle de la finance et de son modèle de gestion. Cette financiarisation leur est profitable car elle permet de reporter temporairement la responsabilité et les coûts de la compétitivité sur les sociétés locales et nationales.

Aujourd'hui cependant, ce modèle n'arrive-t-il pas en bout de course? D'un côté, les risques d'instabilité et de système que portent une économie dominée par des marchés financiers ne deviennent-ils pas plus importants que les avantages de la mise à distance? De l'autre côté, ne redécouvre-t-on pas les vertus de la négociation et de l'implication à long terme (de la « loyauté » dans les termes d'Hirschman) dans les relations de proximité entre les investisseurs et les autres acteurs de l'économie réelle des territoires? Un certain nombre d'indices le laisse penser.

La partie I présente tout d'abord brièvement la transformation des espaces d'accumulation du capital entre la période de croissance de l'après-guerre et celle qui part du milieu des années quatre-vingts et qui s'étend jusqu'à aujourd'hui. Les circuits financiers étaient largement contenus à l'intérieur des Etats-nations. Aujourd'hui, les espaces d'accumulation recoupent des réseaux centrés sur la ville globale et qui s'étendent en amont via les institutions de collecte de l'épargne, jusqu'aux ménages à travers le monde et en aval jusqu'aux filiales contrôlées des grands groupes cotés sur les marchés financiers.

La partie II décrit comment, progressivement, l'industrie financière est parvenue à construire la séparation fonctionnelle et spatiale entre investisseurs et entrepreneurs, jetant ainsi les bases de ce que l'on appelle aujourd'hui la corporate governance. Nous verrons que l'accroissement de mobilité/liquidité du capital, l'affirmation du principe de diversification à la suite de Markowitz (1959) et la complexification croissante des circuits financiers sont des éléments qui ont poussé à cette disjonction. Il en résulte une mise à distance paradoxale et qui rend, le plus souvent, les investisseurs myopes envers les caractéristiques réelles (locales) des entreprises. Enfin, cette transformation induit un comportement des investisseurs qui n'est plus centré sur les entreprises, mais sur la gestion et la pondération de leur portefeuille financier, ce qui les rend passifs vis-à-vis des entreprises.

Les parties III et IV montrent comment, à partir de cette disjonction entre économies réelle et financière, l'industrie financière va s'autonomiser pour occuper progressivement une position de surplomb par rapport à l'économie réelle, position qu'elle acquiert grâce à une géographie de fonctionnement qui lui permet de court-circuiter les contraintes spatiales de l'économie réelle et de reporter les coûts de la compétitivité sur les sociétés locales ou nationales. La conclusion porte sur les limites d'un tel système et cherche à repenser les relations qu'entretiennent sphères financière et réelle.

## 1. La transformation des espaces de l'accumulation

De tout temps, la finance se caractérise par une logique spatiale de réseau qui se développe largement à une échelle transnationale. Face aux activités financières, les Etats et les collectivités infranationales ont toujours cherché à contenir ces flux à l'intérieur de leurs frontières ou à profiter des flux émanant d'autres espaces (Palan 2002). Si ce jeu entre des spatialités différentes est très ancien, il a pris au cours des vingt dernières années la forme particulière du dépassement, ou du contournement, des frontières de l'Etat-nation par un régime d'accumulation transnational au centre duquel on trouve l'industrie financière.

### 1.1. Image du passé : Une finance contrainte institutionnellement et géographiquement

De la seconde guerre mondiale aux années 70-80, les frontières de la finance avaient été relativement circonscrites tant institutionnellement que géographiquement. Au niveau international et à la suite des désordres monétaires qui ont marqué l'entre-deux-guerres, les accords de Bretton-Woods, signés en 1944, ont instauré un système de régulation des changes qui garantissait une certaine stabilité, une certaine paix entre monnaies. Dans le contexte d'après-guerre, il fallut également un certain temps pour que toutes les grandes monnaies redeviennent convertibles entre elles et que les contrôle des changes soient levés<sup>1</sup> ce qui limitaient considérablement les mouvements de capitaux internationaux.

Au niveau national, la finance était fortement cloisonnée et régulée, y compris aux Etats-Unis. En effet, et même si ces derniers apparaissent aujourd'hui comme à l'avant-garde du capitalisme financier, toute une panoplie de mesures avaient été mises en oeuvre afin de réguler le système financier dans les années 30 et ce, après la grave crise financière de 1929. La finance avait été, d'une part, cloisonnée dans ses fonctions et évoluaient, d'autre part, avant tout sur une base nationale, voire même régionale. Le Glass Steal Act, par exemple, séparait strictement les professions de la banque, de l'assurance et du négoce des titres. Quant au Mc Fadden Act, il assurait une assise régionale au système financier américain et évitait une forte intégration/concentration du système financier à l'échelle nationale puisqu'il interdisait aux banques d'ouvrir des succursales pour collecter des dépôts au-delà de l'Etat dans lequel elles étaient enregistrées.

Ainsi, et suite à la « re-régulation » des années 30 et aux accords de Bretton-Woods, les systèmes financiers, les mouvements de capitaux et les taux de change étaient régulés tant au plan national qu'international. La concurrence entre institutions financières était peu, tout au moins nettement moins, développée qu'à notre époque. De plus, les liens qui unissaient banque et industrie étaient généralement de proximité. En effet, jusqu'à cette époque prédominaient, particulièrement en Europe continentale, — et pour reprendre la traditionnelle typologie entre systèmes orientés banque et ceux orientés marché (Allen et Gale, 1999) — des systèmes à dominante bancaire : les circuits financiers étaient généralement extrêmement « courts » puisqu'elles réunissaient un banquier et son client, dans une relation privée, souvent de face-à-face et qui s'inscrivait dans la durée. Le banquier pouvait ainsi développer une relation étroite et de long terme avec l'entreprise cliente.

---

<sup>1</sup> Il a fallu attendre 1979, par exemple, pour le Royaume-Uni.

En bref, jusqu'aux années 70-80, la finance était contrainte institutionnellement et contenue géographiquement<sup>2</sup>. Les circuits d'investissement – entre sphères financière et réelle – étaient relativement courts et directs alors que, d'un point de vue spatial, les espaces de collecte de l'épargne recoupaient plus ou moins géographiquement, s'enchâssent même dans les espaces d'investissement. En clair, les espaces d'accumulation étaient régionaux et nationaux, des espaces marqués par la contiguïté et par une relative proximité (dans le cadre national ou régional) entre les détenteurs de capitaux et les entreprises.

Or, aujourd'hui, les acteurs de la finance jouent de plus en plus à une échelle globale. Différentes réformes ont poussé à l'effacement des frontières tant institutionnelles que géographiques (Chavagneux, 2007). La finance est aujourd'hui au cœur du fonctionnement des économies contemporaines. Elle s'est autonomisée par rapport à l'économie réelle.

## **1.2. L'émergence d'un nouveau régime centré sur une finance libérée du carcan national**

Avec la montée en puissance, plus ou moins forte, des marchés financiers dans les économies contemporaines et la globalisation des flux financiers, les relations qu'entretiennent sphères financière et réelle se sont fondamentalement transformées. Certains auteurs (Aglietta 1998 ; Orléan, 1999 ; Boyer 2000 ; Lordon, 2000a ; Chesnais, 2001), proches ou affiliés à l'Ecole de la Régulation, n'hésitent pas à annoncer l'avènement d'un nouveau régime d'accumulation financiarisé, centré sur une finance qui a su imposer ses logiques de fonctionnement et ses institutions au reste de l'économie et de la société. En effet, le passage de systèmes financiers à structure administrée à une finance libéralisée (Aglietta, 2008) conduit à voir dans la finance contemporaine une force devenue de plus en plus autonome. Pour reprendre les termes régulationnistes, elle deviendrait même la « forme institutionnelle dominante » et commanderait ainsi les modalités et le rythme de l'accumulation. Ainsi, pour Orléan (1999 : 214), « les économies contemporaines ont pour caractéristiques centrales d'avoir porté le pouvoir financier à un niveau jamais atteint et de l'avoir placé au centre même de leur régime d'accumulation ». Ceci suppose que la rentabilité financière, c'est-à-dire l'augmentation continue des cours boursiers, est désormais le principal critère de l'accumulation, au détriment de l'accumulation du capital réel, quels que soient les critères (formation de capital fixe, marges opérationnelles, concentration sur les marchés réels, etc.) qui permettent de le mesurer.

Si le capital réel (les machines, les bâtiments, les infrastructures de communication et de transport, mais aussi les compétences, les images de marques, etc.) n'est pas ou peu mobile et soumet par conséquent ses détenteurs aux contraintes sociales de la proximité, le développement des marchés financiers et l'accroissement de mobilité/liquidité du capital financier atténue le risque qu'engendre l'immobilisation du capital en offrant aux détenteurs de capitaux la possibilité de se désengager à tout moment. Cette accroissement de mobilité/liquidité semble promouvoir la généralisation du passage par l'ailleurs et les stratégies d'exit. Pour Dembinski (2009), la finance contemporaine permet de se désintéresser de la question de la durée, de l'engagement des acteurs et de la construction de compromis entre eux. Elle permet de se désintéresser de ces aspects en vendant et en encaissant les plus-values. Si les liens multidimensionnels qu'entretenaient sphères financière et réelle durant la période fordiste semblent, pour certains, se déliter, on admettra qu'à minima ils connaissent une radicale transformation. Quoiqu'il en soit, dans ce nouveau régime, les investisseurs sont centrés sur la rentabilité financière – qui dépend

---

<sup>2</sup> L'émergence du marché de l'euro-dollar, dans les années 50-60, a toutefois constitué une première fissure, puisqu'il a permis un premier contournement des législations nationales.

des marchés financiers - et sont de moins en moins impliqués dans les dimensions économique, sociale, et environnementale de leurs investissements. Assiste-on ainsi à l'émergence d'un régime où le *passage par l'ailleurs* du point de vue des investissements et où une stratégie d'exit du point de vue du gouvernement d'entreprise prédominent ? C'est la thèse que nous chercherons à défendre dans les parties qui suivent.

## **2. La disjonction fonctionnelle et spatiale entre sphères financière et réelle : la financiarisation**

Cette évolution historique entre un système d'avant 1990 et le système contemporain se caractérise par différentes ruptures institutionnelles et spatiales qui forment aujourd'hui un nouveau système où l'accumulation est financiarisée. Que ce système prenne la forme d'un véritable régime d'accumulation financiarisé porteur d'une cohérence institutionnelle d'ensemble et d'une stabilité globale ou encore un simple régime de croissance financiarisée, incomplet et prompt à une certaine instabilité (voir sur ce point, Clévenot, 2008) importe peu. Ces évolutions et ces ruptures peuvent néanmoins être retracées à différentes échelles et dans ce paragraphe, on s'attache à montrer comment la disjonction entre investisseurs et marchés financiers d'un côté et entrepreneurs et territoires de l'autre s'est développée. Nous reviendrons sur la construction par l'industrie financière de la mobilité/liquidité du capital, la théorie financière moderne et le principe de diversification, la genèse concomitante de transparence et d'opacité, etc., ces éléments jouant tous conjointement en faveur de cette disjonction.

On ne pourra finalement que constater l'institutionnalisation de la défection. Les actionnaires se détachent des conditions concrètes de la production et basent désormais leur comportement sur une vision *abstraite* des firmes – réduites aux deux critères du risque et du rendement – et sur la stratégie de défection en faveur des investissements présentant un profit attendu à très court terme plus élevé.

### **2.1. Un contexte marqué par la construction de la mobilité / liquidité du capital**

Deux types de réformes institutionnelles ont été engagés dans la plupart des pays afin de construire la mobilité/liquidité du capital. D'une part, des réformes visent à supprimer les barrières réglementaires qui entravent la libre et parfaite circulation des capitaux (par ex. la suppression du contrôle des changes par le Royaume-Uni en 1979, l'ouverture partielle du marché financier japonais en 1983-84, la libéralisation des mouvements de capitaux en Europe exigée par l'Acte unique (Bourguinat, 2000)), et ceci afin de favoriser la *mobilité* spatiale des capitaux. D'autre part, des réformes visant à renforcer l'efficience opérationnelle et informationnelle des marchés financiers, c'est-à-dire visant à promouvoir leur *liquidité*, leur transparence ainsi qu'à garantir une information publique de qualité. C'est ce que nous avons appelé l'accroissement de mobilité/liquidité du capital (Corpataux et Crevoisier, 2005a) puisque la libéralisation des mouvements de capitaux va de pair avec le développement des marchés financiers et de leur liquidité. Cette mobilité/liquidité a été ainsi accrue par de nombreux facteurs qui relèvent des législations nationales (déréglementation, big bang, abaissement des droits de timbre, assouplissement des conditions de placement des caisses de pension, etc.) et surtout du jeu des acteurs politiques et économiques qui étaient à même de soutenir ces modifications de législations. Aux Etats-Unis, les derniers vestiges, « garde-fous », qui avait été mis en œuvre dans les années 30 pour réguler le système financier – le Mc Fadden Act et le Glass Steal Act – sont définitivement supprimés au cours des années 90, respectivement en 1994 et 1999.

Rappelons, cependant, avec Orléan (1999), que ce qui caractérise les marchés financiers – par opposition au capital réel – c'est leur liquidité. Le capital réel n'est pas ou peu mobile et soumet par conséquent ses détenteurs aux contraintes sociales de la proximité et de l'ancrage. La liquidité atténue le risque qu'engendre l'immobilisation du capital en offrant aux détenteurs de capitaux la possibilité de se désengager à tout moment de leurs investissements (Orléan, 1999 ; Lordon, 2000a). Du point de vue spatial, qu'est-ce que la liquidité, si ce n'est la *mobilité* de la propriété des titres (Billaudot, 2001) entre des acteurs de plus en plus nombreux et qui participent à un espace (en expansion) d'échanges des titres? C'est ce que nous avons appelé l'accroissement de la *mobilité/liquidité* du capital (Corpataux et Crevoisier, 2005a): Cette mobilité croissante des mouvements de capitaux dans l'espace – entre régions et entre nations – va de paire avec le développement des marchés financiers et de leur liquidité. Cette construction par l'industrie financière de la *mobilité/liquidité* du capital donne à l'investisseur la possibilité de retirer en permanence ses avoirs d'un espace donné... pour le réinvestir immédiatement ailleurs. Cet ailleurs, cependant, n'est pas à confondre avec un « n'importe où »: on reste en permanence à l'intérieur de la sphère des activités financières et des entreprises qui ont été financiarisées.

En bref, et pour passer du capital réel au capital financier, un certain nombre de transformations sont ainsi nécessaires, transformations qui portent sur le territoire (frontières, institutions, réseaux, noeuds). En premier lieu, il est indispensable de formaliser le contrôle du capital réel par des titres (actions, parts de fonds, etc.). Ensuite, il faut favoriser la *mobilité* et la profitabilité de ces activités en mettant sur pied un cadre institutionnel (abolition des frontières, réglementation fiscale favorisant les transactions, etc.), des technologies (les marchés financiers ont été parmi les principaux utilisateurs et promoteurs de l'intégration entre informatique et télécommunication (O'Brien, 1992) et bien entendu des acteurs spécialisés (entreprises du secteur de la finance, bourses, médias spécialisés, institutions de formation et de recherche, consultants, etc.). Ces transformations permettent la *financiarisation* des activités économiques, c'est-à-dire l'évaluation en continu des investissements économiques par les marchés financiers (Orléan, 1999). La *comparaison* systématique entre actifs financiers financiarisé devient possible ainsi que le désengagement à très court terme à l'intérieur de l'espace financiarisé de l'économie.

Ainsi, les marchés financiers ont été configurés de manière à permettre une mobilité extrême, c'est-à-dire en termes de gouvernance, une possibilité d'exit sans commune mesure avec les autres modes d'engagement du capital au cours de l'histoire. En principe bien sûr, le passage par les marchés financiers n'exclut pas une connaissance approfondie des entreprises et des environnements dans lesquelles se réalisent les investissements. Cependant, la thèse défendue ici est que le passage par les marchés financiers couplé aux présomptions de la théorie du portefeuille – théorie qui structure théorie et pratique financières contemporaines – joue en défaveur d'une connaissance détaillée des entreprises et de leurs contextes car elle recentre l'attention de l'investisseur sur une vision abstraite, strictement quantitative, financière et décontextualisée.

## **2.2. La théorie du portefeuille : une vision exclusivement financière (sans entrepreneur)**

Si la libre circulation du capital dans l'espace et l'existence de marchés financiers suffisamment liquides sont des pré-requis indispensable au développement de l'industrie financière, le couplage entre ces possibilités et la tendance à la diversification du portefeuille introduite par Markowitz (1959) caractérisent la théorie et les pratiques financière modernes. Le principe de diversification, en lui-même, est des plus simples puisqu'il préconise de ne pas « mettre tous ses œufs dans le même panier ». Dans la pratique financière, il revient à investir dans des actifs financiers qui sont

statistiquement décorrélés. La procédure de choix de l'agent devient de plus en plus exclusivement quantitative, statistique et comparative.

Si ce principe de diversification peut être considéré comme un référentiel majeur pour la finance contemporaine, son actualisation en théorie et en pratique constitue un tournant quasi paradigmique puisqu'il va à l'encontre de la règle, enseignée jusque là en théorie financière, de l'homme prudent dans la gestion de portefeuille et en vertu de laquelle la composition d'un portefeuille doit être faite sur la base du risque et du rendement de chaque titre pris isolément, séparément (Simon et Mannaï, 2001). Du point de vue géographique, ce principe traditionnel de prudence revient à placer son argent là où les risques sont moindres à long terme, c'est-à-dire là où sont réunies diverses conditions de stabilité et de croissance.

Néanmoins, et si le principe de diversification semble aujourd'hui incontournable, il existe encore quelques « irréductibles » qui ne s'y plient pas. Warren Buffet, investisseur financier emblématique de ces deux ou trois dernières décennies, n'a pas été séduit par ce principe. Le portefeuille de Buffet demeure extrêmement peu diversifié au regard des principes issus de la théorie moderne du portefeuille. Celui-ci continue, en effet, à investir dans un nombre restreint de compagnies dont il connaît parfaitement les contours, les « qualités » et dont il détient souvent une part importante de capital. Si sa méthode allie, en effet, des critères/ratios quantitatifs de bonne gestion financière, celle-ci ne néglige pas les facteurs d'ordre qualitatif liés spécifiquement à la firme et à son environnement. Notons bien l'opposition entre les deux approches et leur philosophie sous-jacente. L'analyse de Buffet demeure traditionnelle. Son regard est principalement tourné vers la capacité de long terme des firmes à faire des profits. Pour ce faire, il considère un ensemble très vaste de paramètres au premier rang desquels on peut citer l'organisation productive, la gestion, la situation des concurrents, l'état de la demande, l'évolution prévisible des technologies, etc. Comme l'observe Sauvage (1999), il gère plus un portefeuille de participations industrielles qu'un simple portefeuille diversifié de titres.

A l'inverse, pour les partisans d'une gestion diversifiée du portefeuille et qui adhèreraient, de surcroît, à l'idée d'efficience des marchés financiers, une analyse qualitative et détaillée ne sert pas à grand-chose. En effet, pour ces derniers, le portefeuille le plus efficient est celui qui est composé de titres reproduisant, à échelle réduite, la composition du marché, car il est impossible de faire mieux sans prendre plus de risques. En bref, les conseils de professionnels ou l'analyse détaillée des entreprises cotées ne servent à rien. Il suffit de diversifier son portefeuille à l'image du marché afin d'être assuré d'obtenir la meilleure rentabilité possible compte tenu du niveau de risque que représente le marché financier lui-même. Ce dernier est si efficient que personne ne peut le battre, c'est-à-dire ne peut espérer, sur la longueur, réaliser une meilleure performance !

En bref, avec les éclairages de la théorie du portefeuille, on s'intéresse davantage à la contribution d'un titre donnée au risque de portefeuille qu'au risque du titre lui-même (Rainelli-Montagner, 2003). Autrement dit, on s'intéresse davantage au degré de corrélation du titre avec les autres titres qu'au titre lui-même ! Si cette stratégie de diversification semble aujourd'hui prédominante parmi les acteurs financiers, elle n'aide pas forcément ces mêmes acteurs à acquérir une connaissance détaillée des entreprises (ou produits) dans lesquels ils investissent ou à développer un quelconque activisme actionnarial. La prochaine section montre, par ailleurs, que la dynamique de développement du système financier n'aide pas les acteurs à y voir plus clair.

### **2.3. Des circuits toujours plus longs et complexes : la croissance concomitante de transparence et d'opacité**

Les acteurs de la finance ont fondamentalement besoin de transparence afin d'effectuer leurs calculs et ainsi de comparer les différentes classes d'actifs en termes de rendements et de risques. Ainsi, grâce aux informations récoltées, les financiers peuvent comparer un investissement entre une entreprise minière russe et une entreprise chimique suisse, entre un fonds de placement comprenant un mix d'obligations et d'actions avec un fonds immobilier, etc. Si cette notion de transparence n'est pas sans ambiguïtés, elle s'avère être une condition essentielle pour assurer le fonctionnement des marchés et le développement de leur liquidité. Toute comparabilité suppose, en effet, la création/construction permanente de *transparence*, c'est-à-dire d'informations comparables dans l'espace, standardisées et publiques. C'est d'ailleurs une des caractéristiques des systèmes financiers orientés marché de ne pas apprécier les relations de proximité, bilatérales et privées, car celles-ci sont ne sont pas publiques et sont donc considérées comme opaques.

Or, différentes dynamiques, souvent contradictoires, marquent aujourd'hui l'industrie financière et sont paradoxalement sources d'opacité pour certains acteurs (Corpataux, Crevoisier et Theurillat 2009). Cette opacité n'incite pas les acteurs à être des actionnaires actifs ou à mieux connaître les entreprises et les contextes dans lesquels ils investissent.

En effet, rappelons très brièvement, trois traits caractérisant la dynamique de l'industrie financière aujourd'hui. Tout d'abord, l'accroissement de mobilité/liquidité du capital et le principe de diversification semblent conjointement jouer en faveur de *l'internationalisation des placements*. Or, les nouveaux pays dans lesquels sont réalisés les investissements sont de moins en moins connus des investisseurs. Ensuite, l'apparition de *nouveaux secteurs*, comme l'immobilier ou les infrastructures urbaines (Torrance, 2006) nécessite de nouvelles compétences par rapport aux investissements industriels traditionnels. Enfin, et à l'instar de la plupart des secteurs d'activité, la finance est marquée tout à la fois par un processus de standardisation de ses produits/services et parallèlement par un processus *d'innovation/complexification dans ces mêmes produits/services*. Or, les nouveaux produits (produits dérives, produits composites, etc.) sont particulièrement complexes et il est extrêmement difficile, pour ne pas dire impossible, de retrouver exactement le point de chute de l'investissement.

De plus, la structure du système financier se complexifie au travers de l'émergence de *nouveaux acteurs*. En amont de la filière, on note l'apparition des caisses de pension et autres fonds mutuels, souverains, etc. qui gèrent des montants aujourd'hui colossaux et qui sont, pour une grande part, investis sur les marchés financiers. En aval de la filière, les agences de notation sont devenues des acteurs-clés puisque le passage à une économie dominée par les marchés financiers nécessite des évaluations publiques, externes et à distance, à partir d'informations standardisées. Face à une complexité et à une opacité croissante, la filière financière semble d'ailleurs susciter sa propre dynamique de développement puisque les agences d'information et les experts en charge de contrôler les « premiers » experts à qui l'on a délégué la gestion de son argent se multiplient (Corpataux et al. 2009).

Ainsi, les circuits contemporains de la finance deviennent de manière générale de plus en plus longs, demeurent opaques et difficiles à maîtriser, particulièrement pour les « petits » investisseurs en bout de chaîne, même si l'on n'est pas sûr que les « professionnels » de la notation ou encore les grands acteurs bancaires et financiers, à l'instar de l'UBS et des grandes banques américaines qui se sont empêtrées dans la crise des « subprime » maîtrisent mieux cette opacité. Des économistes proches du FMI, cette dernière institution étant pourtant connue pour être un fervent

défenseur de la libéralisation financière, s'inquiétaient pourtant déjà avant la crise financière de 2007-2008 de cette opacification (voir Schinasi, 2006).

Ceci est quelque part paradoxal, puisque, et comme l'observe Watson (1999), les circuits internes à la finance peuvent être extrêmement courts. Des sommes considérables – en augmentation constante depuis deux à trois décennies – s'échangent chaque jour sur les marchés financiers – entre acteurs financiers. A l'opposé, les circuits qui relient finance et monde réel semblent suivre la marche inverse et tendent à toujours plus se rallonger !

En résumé, la liquidité/mobilité offre aux investisseurs la possibilité de se retirer en tout temps. L'application et la généralisation du principe de diversification entraînent le panachage, dans les portefeuilles des investisseurs, des secteurs, des pays, des monnaies, des produits financiers. La distance géographique, mais aussi sociale, technique, etc. entre l'investisseur et le point de chute de l'investissement s'est accrue de manière extraordinaire, créant complexité et opacité. Tout ceci n'incite pas, voire empêche les détenteurs de capitaux de développer une connaissance détaillée des entreprises et des contextes dans lesquelles ils investissent. Ils se délestent ainsi de plus en plus de leur rôle d'entrepreneurs pour devenir de « purs » financiers. Ce phénomène a engendré toute une série de réformes afin de reconstruire des liens de pouvoir et de responsabilisation des actionnaires. Ce mouvement débouche-t-il sur la reconstitution des relations entre investisseurs, entrepreneurs, entreprises et contextes locaux? Est-il possible de redonner un rôle actif aux investisseurs ou sont-ils condamnés dans le système financier actuel à demeurer passifs?

#### **2.4. Les investisseurs institutionnels: la généralisation de la stratégie d'exit?**

Aux USA, c'est depuis plus de deux décennies que les investisseurs institutionnels gèrent la majeure partie des actifs financiers. Ces gérants de fonds supposés organisés et professionnels modifieraient considérablement la donne puisqu'ils seraient à même de peser sur le management des entreprises, ou du moins, de surveiller de manière plus étroite les décisions des managers (Harmes, 1998 ; Boubel et Pansard, 2004). Ceci trancherait avec la période fordiste où les managers faisaient face à une nébuleuse d'actionnaires individuels, peu organisés. Ces investisseurs institutionnels sont ainsi souvent associés à l'apparition d'une nouvelle forme de gouvernement d'entreprise (Orléan, 1999). Celle-ci vise à réduire l'asymétrie d'information entre les actionnaires et les managers et à aligner l'intérêt des seconds sur celui des premiers. Les marchés financiers et leur liquidité deviennent ainsi des instruments au service de nombreux actionnaires minoritaires mais néanmoins puissants: les investisseurs institutionnels. L'objectif que ces derniers poursuivent est d'ailleurs très clair : maximiser la richesse des actionnaires en valorisant au maximum le prix de leurs actions et en augmentant les dividendes. Ce que résume généralement la notion de « création de valeur actionnariale » (Lordon, 2000b). L'entreprise cotée est dès lors conçue comme un ensemble d'actifs liquides, négociables en tout temps selon un certain nombre de critères standardisés. La montée en puissance du pouvoir actionnarial, notamment au travers des investisseurs institutionnels et des normes de gestion financières qu'ils véhiculent, n'a fait qu'amplifier l'attrait de la liquidité.

En Europe continentale, certains modèles de détention et de gestion du capital ont subi d'importantes transformations avec la montée en puissance des investisseurs institutionnels. Ainsi, en France, l'apparition des investisseurs institutionnels, en particulier anglo-saxons, a considérablement modifié la structure de l'actionnariat au cours de la dernière décennie (Morin et Rigamonti, 2002). De plus, de nouvelles normes de gestion, favorables aux actionnaires, ont fait leur apparition. Celles-ci ne sont pas sans conséquence sur la gestion opérationnelle et les orientations stratégiques des firmes (Morin, 1998). Ainsi, s'il est indéniable que les structures

financières se transforment avec la montée en puissance des investisseurs institutionnels et que de nouvelles normes en faveur de la corporate governance se diffusent, ces dernières vont-elles de pair avec un véritable activisme actionnarial ? D'un point de vue théorique, les positions divergent.

#### **a. Voice or... exit?**

Sur le degré d'activisme actionnarial des investisseurs institutionnels, les positions théoriques sont divergentes. Rappelons tout d'abord que si un actionnaire n'est pas satisfait de son investissement dans une entreprise, il a le choix entre deux attitudes: vendre ses actions (attitude de type *exit* pour reprendre les termes d'Hirschman (1970)) ou encourager l'entreprise à modifier sa stratégie par le biais de l'exercice des droits de vote que ses actions lui confèrent (attitude de type *voice*). La manifestation de ce second comportement correspond à ce qu'on appelle l'activisme des actionnaires.

Différents auteurs ont abordé cette question et sont arrivés à des conclusions différentes. Clark et Hebb (2004), de manière très optimiste, décrivent une situation où les investisseurs institutionnels, en particulier les caisses de pension, vont jouer de leur pouvoir de contrôle et faire entendre leur(s) voix. En effet, ces dernières, même en tant qu'actionnaires minoritaires, ré-agrègent des droits de propriétés jusque là dispersés, et forment un nouveau pouvoir coalisé suffisamment puissant pour influencer les directions d'entreprise. Ces acteurs sont, cependant, peu à même de jouer de leur capacité d'*exit*. En effet, d'une part, les caisses de pension tendent de plus en plus à pratiquer une gestion indicielle qui leur laisse peu de marge de manœuvre. D'autre part, un retrait massif peut conduire à un effondrement du cours boursier d'une entreprise et les caisses n'y ont pas intérêt. Pour Clark et Hebb, ce contexte est peu favorable aux stratégies d'*exit* et les caisses de pension préfèrent faire entendre leur(s) voix. On peut d'ailleurs se demander ici s'il s'agit véritablement de *voice*, ou plus précisément de *loyauté*, pour reprendre les termes d'Hirschman, cette dernière caractérisant l'attitude de passivité d'acteurs qui ne sont pas satisfaits, qui pourraient faire défection, mais qui estiment qu'un changement serait trop coûteux.

Prenant le contre-pied de Clark et Hebb (2004), Aglietta et Rebérioux (2004) considèrent, au contraire, qu'un tel système est peu favorable à l'activisme des actionnaires. Si le développement du principe de valeur actionnariale amplifie la séparation qui existe entre la propriété et le contrôle d'une entreprise, il ne pousse pas les actionnaires à adopter une attitude de type *voice* mais plutôt une attitude de type *exit*. Pour ces deux auteurs, les actionnaires tendent, en effet, aujourd'hui à abandonner leurs droits de contrôle sur l'entreprise au profit des avantages de la liquidité, c'est-à-dire la possibilité de se défaire à tout instant de ses titres sur le marché boursier.

Orléan (1999) défend également l'idée que la liquidité prime, et ceci au détriment d'un véritable activisme actionnarial. Il avance plusieurs raisons. Tout d'abord, la détention d'une proportion importante du capital d'une même entreprise est en contradiction avec l'objectif de diversification des portefeuilles enseignée par la théorie financière moderne, puisqu'il en résulterait une augmentation du risque de perte sans que ce risque supplémentaire ne soit compensé par un accroissement de rendement. De plus, pour augmenter le rendement, il faudrait que les gestionnaires de fonds s'impliquent dans la gestion de la firme et développent un réel talent managérial. Or, pour Orléan, ils n'ont souvent pas ce talent (sur l'incapacité pratique des investisseurs, en particulier institutionnels, à se comporter en propriétaires/actionnaires et non seulement en « traders », voir le papier de Hendry *et al.*, 2006). Enfin, une participation importante au capital d'une entreprise est également en contradiction avec l'objectif de maintien d'un portefeuille aisément et rapidement négociable. Une telle participation ne saurait être, en effet, rapidement revendue sans bouleverser le marché du titre considéré. Sur ce dernier point, que

nous enseigne la théorie et la pratique relative au gouvernement d'entreprises ? Les grands fonds institutionnels sont aujourd'hui des acteurs financiers importants sur les marchés financiers, prennent-ils néanmoins leur rôle d'actionnaire au sérieux ? Que concluent les études empiriques sur le sujet ? Y a-t-il un renouveau du pouvoir actionnarial aujourd'hui ?

### **b. Quelles conclusions empiriques sur le degré d'activisme actionnarial?**

L'activisme actionnarial des investisseurs institutionnels s'est développé aux USA dans la première moitié des années 80 quand certains d'entre eux ont commencé à soumettre des recommandations aux assemblées générales de certaines compagnies (Gillan et Starks, 2003). Néanmoins, et comme l'observe (Golding, 2003), le phénomène semble être avant tout un phénomène américain, particulièrement associé à la présence d'un petit nombre de gros fonds mutuels d'investissement (comme Fidelity) ou de caisses de pension publiques (comme CalPERS). De là à conclure que l'activisme actionnarial aux USA n'est qu'un « effet de vitrine » et ne tient qu'à la présence de quelques grands fonds... De fait, si des réformes ont été mises en œuvre dans de nombreux pays afin de renforcer l'activisme actionnarial, cette entreprise ne tient-elle pas de la gageure, d'un vœu pieux, voire d'un conte de fée (Engelen, 2003) ?

En Suisse, et malgré un système paritaire qui implique employeurs et employés et qui pourrait conduire à des décisions originales, les caisses de pension semblent particulièrement peu innovantes du point de vue de leur politique de placements et passives au niveau actionnarial. Toute une série de raisons peuvent être invoquées : de nombreuses petites caisses gérées par des non professionnels aux compétences financières peu sophistiquées, multiplication et émiettement des participations, opacité, etc. Ainsi, à l'exception de quelques grandes caisses – qui sont d'ailleurs les caisses des grandes sociétés cotées et les caisses publiques, cantonales et fédérales – elles sont totalement dépendantes des principaux acteurs bancaires et financiers du pays. En bref, elles n'ont ni le temps, ni les compétences pour savoir précisément de quelles sociétés elles sont actionnaires et pour récolter les informations pertinentes afin de se prononcer à l'assemblée générale et préfèrent s'en remettre aux « experts » de la filière (Corpataux et al., 2009). L'OCDE (2007), dans son récent survol des mesures entreprises dans plusieurs pays membres en faveur d'un véritable engagement actionnarial, conclut que si un certain nombre de réformes ont été mises en œuvre et visent bien à renforcer les droits des actionnaires, celles-ci semblent, dans les faits, avoir peu d'effets.

Suite à une enquête menée auprès des caisses de pension suisses (Theurillat et al. 2008, Corpataux et al. 2009), nous pensons que le problème est lancinant parce que le système financier actuel ne favorise pas les politiques actionnariales actives. Les efforts menés pour résoudre ce problème sont voués à l'échec, car soit les investisseurs souhaitent s'impliquer dans la gestion d'une entreprise, et ils n'ont pas besoin des marchés financiers, soit ils ne souhaitent pas s'y impliquer et ils utilisent alors les facilités qu'offrent ces marchés en termes de diversification.

En bref, les liens entre sphères financière et réelle tendent aujourd'hui à se disjoindre fonctionnellement. Et alors que des normes qui leur sont favorables se diffusent, les investisseurs financiers peinent à développer un rôle d'actionnaire actif.

### **2.5. Une disjonction fonctionnelle et spatiale entre sphères financière et réelle**

Cette disjonction entre sphères financière et réelle est de nature territoriale. En effet, l'industrie financière est une industrie fondamentalement spatiale puisque qu'en construisant et en exploitant la mobilité / liquidité du capital dans l'espace, elle permet de placer les capitaux à des distances de

plus en plus longues, le long de circuits qui croissent en complexité et en opacité. Ceci renforce la tendance à ne considérer que les seuls critères du risque et du rendement financier. De manière schématique, on peut dire que dans le cadre de la proximité ou du moins à l'époque où une finance plus cloisonnée s'organisait sur une base nationale ou régionale, il était en effet difficile pour un investisseur ou un banquier de s'abstraire des différentes dimensions de la société locale ou nationale. Or, l'internationalisation des placements, la complexité et l'opacité croissantes des circuits financiers – et les masses d'argent en jeu – poussent d'autant à réduire l'identité et les qualités tant des investisseurs que des acteurs de l'économie réelle aux deux notions quantitatives de rendement et de risque financier.

On retombe sur la dialectique entre place et space, entre le territoire borné et un réseau multi-local et pluri-scalaire. L'industrie financière, en fournissant un passage par l'ailleurs, a parachevé la disjonction entre les fonctions financière et entrepreneuriale grâce à la disjonction spatiale entre l'espace de l'épargne, l'espace de gestion des capitaux (la global city) et les espaces d'investissement. Dans le capitalisme industriel du XIXème, la maison du patron était la première à faire l'objet de pillages lors de troubles sociaux. La solution d'alors était le développement du paternalisme ou de la sécurité sociale, sécurité, soulignons-le, qui n'est pas destinée qu'aux seuls travailleurs mais aussi à la préservation de la valeur du capital et des droits de propriété de ce dernier. Dans le capitalisme financier, la disjonction spatiale permet à l'investisseur de s'abstraire de la multi-dimensionnalité des questions économiques et sociales, ces dernières restant largement organisées sur la base de la proximité, de l'échelle locale ou nationale. La valeur du capital est évaluée sur les marchés financiers par des acteurs échappant au contrôle social ou placés en position d'exit.

Cette disjonction fonctionnelle et spatiale s'est, de plus, accompagnée d'une autonomisation de la sphère financière. Loin d'être un reflet fidèle des performances de l'économie réelle comme le soutiennent la plupart des théories standards de la finance, l'industrie financière développe aujourd'hui sa propre autonomie, sa propre logique de développement et d'expansion, en bref, son pouvoir par rapport au reste de l'économie et la société.

### **3. Autonomisation, expansion de la sphère financière et domination de l'économie réelle**

La thèse de cette partie est que l'industrie financière a développé son autonomie au cours des vingt dernières années grâce à un certain nombre de découplages entre la sphère réelle et la sphère financière. Cette dernière s'est progressivement construit un modèle autoréférentiel de fonctionnement. Le mécanisme d'expansion de la sphère financière consiste en une anticipation permanente de la croissance des cours, créant ainsi de manière incessante de nouvelles bulles. Celles-ci se résorbaient au cours des vingt dernières années grâce à l'expansion du processus de financiarisation dans de nouveaux espaces et dans de nouveaux secteurs. C'est par ce moyen que la sphère financière a pu surmonter la baisse des profits et conserver une attractivité (voir également Harvey (1982) et plus récemment Aalbers (2008) ou Zeller (2008a) et (2008b) pour une vision relativement similaire de l'autonomisation/expansion de l'industrie financière). Cette autonomisation/expansion est allé de paire avec la logique précédemment décrite de disjonction fonctionnelle et spatiale.

#### **3.1. L'autonomisation de la finance**

Dans la théorie financière standard, la finance n'est que le reflet des évolutions de l'économie réelle (Orléan, 1999 ; 2000 ; 2004) et son activité, dans un monde sans entraves, se résume à

allouer efficacement le capital productif sans qu'en retour l'économie réelle n'en soit perturbée. A notre sens, la finance n'est pas cet automate-miroir décrit par la théorie financière standard. Nous ne sommes pas dans des équilibres qui refléteraient de manière aussi neutre et unilatérale les états de la « nature » (Rorty, 1979) mais bien, comme le souligne Orléan (2008) dans des équilibres de croyances, des croyances et représentations qui peuvent, à l'ère des marchés financiers, se déconnecter de plus en plus facilement et se construire de plus en plus indépendamment des évolutions de l'économie réelle. Marchés financiers et économie réelle entretiennent, de surcroît, des rapports de plus en plus complexes et en partie *contradictoires*. Certaines tensions peuvent en découler. Détaillons en trois :

- Dans un contexte d'incertitude radicale, le prix des actions ne représente rien d'autre que les croyances de l'opinion financière. Cette opinion se reflète ainsi dans l'évaluation des actifs financiers. On retombe sur la fameuse métaphore de Keynes s'agissant du « concours de beauté » : chaque acteur n'agit pas en fonction de ce qu'il croit juste mais de ce qu'il croit que les autres croient. Ces comportements d'imitation fondent ainsi les conventions prévalentes qui vont fortement influencer les représentations et décisions de la communauté financière. Les acteurs financiers peuvent ainsi développer des représentations de plus en plus autonomes et autoréférentielles mais également de plus en plus déconnectées des évolutions de l'économie réelle. D'un point de vue des espaces et des secteurs d'activités, ils peuvent ainsi avoir des représentations ou des conventions qui disqualifient *a priori* certains secteurs et certaines régions.
- En outre, l'industrie financière peut imposer des performances financières qui reposent sur le court terme et l'horizon temporel des firmes peut ainsi dangereusement se raccourcir. En effet, le risque est bien de voir certaines entreprises distribuer des dividendes pour satisfaire les actionnaires plutôt que de réaliser certains investissements nécessaires à maintenir leur capacité d'innovation. Le temps de la finance et celui de la production peuvent être ainsi contradictoires. Les marchés financiers évaluent les entreprises de manière continue avec de fortes attentes de rentabilité à court terme alors qu'un certain temps, une certaine durée est nécessaire pour réorganiser l'outil productif d'une firme, innover, etc. ou tout simplement pour valoriser le capital productif.
- Finalement, il peut exister un conflit d'intérêt entre des acteurs financiers qui ne recherchent que le rendement et le risque, au sens financier du terme, et d'autres acteurs, parties prenantes au projet, et qui souhaiteraient intégrer des critères moins financiers ou tout simplement différents tels que, par exemple, des critères de développement durable.

Ainsi, si la finance s'autonomise aujourd'hui de plus en plus du point de vue de ses représentations et dans ses choix/comportements d'investissement, elle étend également son emprise sur le reste de l'économie et de la société. Le régime de finance globale et libéralisée semble bien inaugurer une nouvelle dynamique d'expansion pour le capitalisme financier, un nouveau « spatial fix » pour reprendre les termes d'Harvey (1982), c'est-à-dire la mise en œuvre de moyens à même de résoudre, de contrecarrer les tendances inhérentes du capitalisme à la crise, des manières toujours renouvelées de trouver de nouvelles sources de profit. Cette dynamique d'expansion est à l'origine de la constitution permanente de nouvelles bulles.

### **3.2. Constitution permanente de nouvelles bulles et expansion de la financiarisation**

L'industrie financière connaît s'autonomise depuis une quinzaine d'années et gouverne l'économie et la société. Si, à la fin des années 90, le régime d'accumulation financiarisé semblait basé sur

l'augmentation continue des cours boursiers des marchés d'actions (Lordon, 2000a), l'effondrement de ces marchés début 2000 semble avoir quelque peu modifié la donne. A l'époque, ce sont de nouveaux secteurs (immobilier, infrastructures urbaines, placements alternatifs, etc.) – jusqu'alors peu valorisés – qui ont retenu l'attention des acteurs financiers. Face à la déprime « temporaire » des marchés d'actions – ceux-ci étant revenus récemment à des niveaux relativement élevés, avant de replonger avec la crise financière de 2007-2008 – les investissements, comme par vases communicants, se sont orientés sur des produits traditionnelles (matières premières, or, pétrole, etc.) ou de nouveaux secteurs qui évoluaient jusque là plus ou moins indépendamment des marchés financiers à l'instar de l'immobilier ou des infrastructures urbaines, provoquant une hausse de leur valorisation boursière et une financiarisation accrue de l'économie. Les marchés financiers se focalisent ainsi successivement sur certains actifs/secteurs : Immobilier, matières premières, énergie renouvelable, etc. Ces actifs, élus par la spéculation, vont le plus souvent bénéficier des dernières innovations. Cette expansion de la sphère financière sur le reste de l'économie se réalise d'une double manière.

L'expansion des marchés financiers se réalise par une main mise croissante sur l'épargne des ménages. Cette épargne est, en effet, aujourd'hui de plus en « financiarisée ». Dans les systèmes financiers orientés banque, le citoyen plaçait son épargne en dépôt auprès d'une banque, cette dernière replaçant cet argent sous forme de crédits bancaires, de crédits immobiliers, etc. Les retraites étaient assurées par le biais d'un système de répartition, le plus souvent sous l'égide de l'Etat, et les fonds ne circulaient pas ou très peu par les marchés financiers. Or, aujourd'hui, avec l'institutionnalisation de l'épargne collective – entre autres par le biais du développement des systèmes de retraite par capitalisation – et la montée en puissance concomitante des investisseurs institutionnels, une part de plus en plus substantielle de celle-ci transite par les marchés financiers. De plus, ce drainage accru de nouvelles ressources est souvent facilité par la mise en forme périodique, le formatage, du cadre légal, celui-ci devenant plus « plastique » aux principes et critères de l'industrie financière (sur la transformation du cadre institutionnel en Suisse, voir Theurillat et al. 2008).

Du côté des investissements, la main mise des marchés financiers sur l'économie réelle tend également à s'accroître. Jusqu'à récemment, des pans plus ou moins larges de l'économie échappaient à la logique des marchés financiers, soit qu'ils évoluaient de manière indépendante, soit qu'ils n'y étaient qu'imparfaitement intégrés. Ainsi, tout le secteur étatique ou paraétatique, mais aussi l'artisanat, une partie plus ou moins importante de l'agriculture, du tourisme, des PME, etc. s'organisaient, pour tout ou partie, autour de principes différents. Ainsi, en Europe, le nombre d'entreprises cotées et soumis aux règles de la bourse a fortement augmenté, à la suite de la privatisation de grandes entreprises du secteur public (télécommunications, transports, électricité, etc.) à la fin des années 80 et au cours des années 90. Cette logique d'expansion est d'ailleurs validée théoriquement puisque le principe de diversification – qui charpente et sous-tend une part substantielle de la théorie financière moderne – pousse les acteurs financiers à investir dans de nouveaux domaines/secteurs...

En bref, en amont de la filière, l'institutionnalisation de l'épargne collective a renouvelé l'afflux de capitaux sur les marchés financiers et est, en partie, à l'origine du développement de l'industrie financière. En aval, de nombreuses entreprises et des domaines d'activité, qui évoluaient jusque là plus ou moins indépendamment des marchés financiers passent désormais sous le contrôle de ces derniers. Cette dynamique d'autonomisation et d'expansion est particulièrement repérable au niveau spatial puisqu'elle implique d'autres horizons et échelles spatiales. Nous essayons ainsi de montrer en quoi et comment la *globalisation financière* repose sur un horizon spatial différent : elle

procède à un écrasement des échelles géographiques tout à fait distinct de l'économie réelle, laquelle est plus marquée par une articulation traditionnelle de ces différentes échelles.

#### **4. Les spatialités de la corporate governance**

La globalisation doit être comprise comme la superposition de deux systèmes de gouvernance et donc de deux géographies. Aujourd'hui, le régime d'accumulation financiarisé définit d'une part une économie réelle organisée sur des bases régionales, nationales et internationales et d'autre part une économie financière organisée en réseaux autour de la *global city*.

De plus, la financiarisation ne touche donc pas tous les espaces avec la même intensité et ne les saisit pas au même rythme. C'est dans ce *décalage* que réside la clé du maintien sur de nombreuses années par l'industrie financière d'un taux de rendement des investissements financiarisés largement supérieur au rendement des investissements réels. En effet, l'expansion de la globalisation s'est faite progressivement par l'extension spatiale (de nouveaux pays et de nouvelles régions s'ouvrent régulièrement à la financiarisation), sectorielle (de nombreux secteurs ont été privatisés – comme les télécommunications - ou financiarisés – comme l'immobilier) et en direction des PME (Corpataux, Crevoisier et Theurillat 2009). Ainsi, les taux de rendement offerts sur les titres cotés en bourse ne dépendaient pas uniquement de la profitabilité réelle des activités contrôlées, mais également de la confiance que les entreprises cotées attiraient sur elles grâce à leurs politiques d'expansion et à leurs promesses de gains futurs. Ainsi, les diverses opérations (fusions et acquisitions, restructurations, rachats d'actions, etc.) étaient systématiquement financées et de facto validées ex post grâce à la montée du cours de leurs actions.

Quelle part de l'espace et de l'économie peut encore être saisie par la globalisation financière? Tôt ou tard, il semble que la financiarisation se heurtera à des rendements décroissants. Cette limite ne réside-t-elle pas dans la saturation de l'espace de la planète limite indépassable du régime d'accumulation financière?

##### **4.1. Globalisation financière et court-circuitage des échelles traditionnelles de gouvernance**

On assiste ainsi à une importante transformation des circuits financiers. D'un point de vue spatial, les espaces de collecte de l'épargne recourent de moins en moins les espaces d'investissements alors que les circuits traditionnels et locaux de financement déclinent pour ne laisser place qu'à des circuits nationaux et surtout globaux.

En effet, si l'épargne est récoltée de manière décentralisée, elle est gérée de plus en plus centralement dans les quelques grands pôles financiers de la *global city*. Cette dernière contrôle une part grandissante des investissements financiers et elle a vu ses emplois dans le domaine de la finance croître. De plus, les institutions financières sises dans les villes globales et les sièges des grandes entreprises qui s'y sont systématiquement agglomérés se positionnent en surplomb de l'économie globalisée. Les ouvertures internationales des marchés des capitaux et des biens et des services ont ouvert la porte à des mouvements de déterritorialisation / reterritorialisation à l'échelle de la planète. Le contexte institutionnel établi leur permet tout simplement de *court-circuiter* les échelles traditionnelles de fonctionnement de l'économie des Etat-nations.

Pour Yeung (2002), la globalisation, de manière générale, se définit précisément comme la capacité qu'ont certains acteurs, en particulier les grandes entreprises multinationales et les principaux acteurs financiers, à opérer indifféremment à différentes échelles [scalar switchability p. 290] spatiales. Remarquons bien que cette capacité à choisir à quelle échelle opérer ne doit pas

être confondue avec la capacité à choisir d'autres lieux tout en restant à la même échelle spatiale. On peut délocaliser certaines opérations sans toutefois remettre en cause le fonctionnement traditionnel des échelles. Les stratégies multi-locales ne se caractérisent pas forcément par l'émergence progressive d'une nouvelle échelle de fonctionnement. En bref, une entreprise peut choisir de construire une usine en Suisse ou en Chine en prenant en considération les caractéristiques locales ici ou là. En revanche, elle va optimiser sa production à l'échelle globale en rationalisant les différentes implantations dans un schéma global. Seul un acteur global, avec une vision globale, peut effectuer le second. Le global n'est pas le mondial, ne s'inscrit pas dans la succession classique local, national, international... Il constitue une manière de court-circuiter cette hiérarchie des frontières et des échelles traditionnelles, et par conséquent les lieux et les Etats, non plus dans une simple logique de mise en concurrence des lieux, ou des nations, mais bien en jouant Kunming contre la France, la City contre le peso argentin, etc.

Pour Yeung (2002), il s'agit d'expliquer comment cette échelle se met en place à différentes périodes historiques. Aujourd'hui, les processus sont différents de ceux qui ont caractérisé la révolution industrielle, mais ils mettent toujours en jeu la capacité de certains acteurs à court-circuiter les échelles de fonctionnement en place et faire émerger leur propre échelle de fonctionnement, distincte de celle des acteurs plus traditionnels.

La thèse défendue dans cet article est qu'au cours des vingt dernières années, c'est l'industrie financière qui a opéré ce court-circuitage en portant à un niveau jusqu'ici inconnu l'intégration par les marchés financiers des grands groupes cotés, de leurs filiales et des investisseurs. On assiste donc à la superposition de deux gouvernances ayant des spatialités tout-à-fait distinctes. D'un côté, l'économie réelle, avec des entreprises largement dépendantes de leur contexte de production et de marché, doit composer avec les autorités locales et nationales, les syndicats, les règles concernant le marché du travail, les réglementations environnementales, etc. De l'autre côté, la régulation financière, en position de surplomb grâce à sa capacité d'exit et la distance qu'elle a construite entre les investisseurs et les entreprises, relie directement les filiales à des groupes cotés sur des marchés financiers distants et aligne les exigences sur les bulles en constante formation.

Les nouveaux espaces d'accumulation, centrés sur la global city, ne correspondent plus aux espaces de fonctionnement de l'économie réelle. L'autonomisation de la finance correspond pour l'économie réelle à une prise en tenaille entre d'une part les exigences de la sphère financière, alignées sur ceux des marchés boursiers, et d'autre part les conditions réelles de la production qui dépendent des conditions locales. En reportant cette pression sur les entreprises, la finance n'a plus à se préoccuper des conditions locales de la compétitivité

#### **4.2. Une déconnexion des conditions locales de la compétitivité**

Au cours de ces vingt dernières années, ce découplage entre sphères financière et réelle a bénéficié aux détenteurs de capitaux, à l'industrie financière ainsi qu'aux managers des entreprises cotées. On peut interpréter cela comme un renversement des rapports de force entre ces acteurs et les sociétés locales et nationales, ces dernières se voyant contraintes de subordonner largement leurs politiques publiques dans des domaines comme la fiscalité, la formation et la recherche, le marché du travail, l'environnement, etc. aux critères du rendement et du risque financier des entreprises. En clair, en raison du développement de l'industrie financière, la région et la nation ne sont plus les espaces de l'accumulation du capital. Ces derniers sont désormais des espaces centrés sur la global city et comprenant des circuits de drainage de

l'épargne et des circuits de contrôle des entreprises. Toutes les théories sur la *corporate governance* ne sont que la traduction en termes opérationnels de cette disjonction.

Or, la compétitivité économique d'une entreprise n'est que partiellement dissociable des lieux dans lesquels elle est implantée. Au cours de ces vingt dernières années, les études sur la compétitivité des nations ainsi que sur celle des régions (clusters, milieux innovateurs, regional production systems, etc.) ont largement démontré la pertinence d'une telle hypothèse. En effet, ce qui fait la compétitivité, c'est la capacité locale à articuler les différentes dimensions du développement ainsi que de concilier concrètement les aspects quantitatifs, comme le rendement, et qualitatifs, comme l'innovation. Dans cette perspective, ce ne sont pas les entreprises qui sont mises en concurrence mais les territoires.

Sur le plan économique, il s'agira de (re)produire les compétences, de développer l'innovation, de maîtriser les coûts, de développer les infrastructures, etc. Sur le plan social, la paix du travail, la sécurité sociale, etc. relèvent également de la capacité locale à trouver des compromis. Enfin, sur le plan environnemental, ce sont également les sociétés locales qui sont en première ligne pour ce qui concerne la (re)production les ressources, ou au contraire leur épuisement.

Or, ces entités territoriales sont caractérisées par des organisations et des spécialisations spécifiques, qualitativement distinctes. En même temps, elles sont soumises à la même contrainte quantitative du rendement financier. Comment s'articulent dès lors une compétitivité qui a une large dimension régionale et nationale (Carrincazeaux et al. 2007) avec des entreprises qui sont aujourd'hui pour la plupart des groupes cotés en bourse et regroupant des dizaines, voire des centaines d'implantations dans des pays extrêmement divers?

La globalisation financière permet précisément de contourner cette question. Les marchés financiers exigent une rémunération très élevées des capitaux (on cite régulièrement le chiffre de 15% alors que l'économie mondiale croît à environ 4%) et ce pour l'ensemble des entreprises, indépendamment de leur secteur d'appartenance. Une telle rentabilité ne peut se maintenir que s'il y a expansion vers de nouveaux secteurs et sous la menace de défection des investisseurs. Cette mobilité des capitaux a pour effet concret de déléguer la responsabilité de la compétitivité réelle sur les régions et les nations. En revanche, la compétitivité financière, entendue comme la capacité à offrir une rentabilité correspondant aux niveaux définis sur les marchés financiers, relève de l'espace de la *global city*, à savoir le réseaux des principales places financières du monde ainsi que les réseaux tissés par les grandes entreprises cotées en directions des établissements contrôlés partout dans le monde.

Certains ont pensé que le fort développement du *private equity* d'avant crise allait permettre de dépasser cette dichotomie marchés financiers / compétitivité réelle et annonçaient déjà la victoire du non-coté sur le coté et la bourse. En bref, le système avait, en partie, promu sa propre solution à certaines limites de fonctionnement. Très brièvement, ces activités de *private equity* peuvent prendre deux formes distinctes. La plus importante, celle de leverage buy out (LBO), voit les fonds de *private equity* prendre le contrôle d'une entreprise en utilisant un levier (**leverage**) d'endettement. Les fonds de **private equity** font alors rembourser par la société rachetée, via le versement de généreux dividendes, l'essentiel du coût de son acquisition. Dans un tel modèle, la gouvernance est améliorée puisqu'on retrouve une relation directe entre les apporteurs de capitaux et les managers d'entreprise. Les marchés financiers jouent toujours néanmoins un rôle clé en intervenant à différents moments dans le processus. Tout d'abord, ils permettent d'emprunter les capitaux nécessaires au rachat de l'entreprise. Ensuite, ils servent à discipliner cette même entreprise puisque le poids de la dette et les remboursements attendus sont tels que

la pression à réussir pour l'entreprise et son management est immense. Enfin, le marché boursier fonctionne comme un débouché naturel pour sortir l'entreprise du giron du **private equity**.

Si cette nouvelle relation est, pour certains, source de promesse, elle n'a pour d'autres que réussi à reproduire une nouvelle alliance entre apporteurs de fonds et managers, à l'instar de ce qui s'est produit sur les marchés financiers et ceci, au détriment de toutes les autres parties prenantes, en particulier les salariés qui fonctionnent dorénavant comme variable d'ajustement.

Quant au capital-risque, deuxième forme importante de private equity, il doit assurer des financements aux jeunes entreprises. Le capital-risque reste cependant une réponse partielle, tant du point de vue sectoriel que régional. Son expansion se déroule, en effet, de manière sélective et inégale. Les ventures capitalists ou les business angels ne visent généralement que des secteurs «à la mode» comme les firmes dot.com ou high tech et où, de surcroît, les rendements futurs espérés sont particulièrement élevés (Dubocage et Rivaud-Danset, 2006). Un même phénomène est à l'œuvre s'agissant des régions. Au Royaume-Uni, par exemple, Martin et al. (2005) montrent bien à ce propos que le fait d'être localisé dans le sud-est de l'Angleterre est un sérieux avantage lorsqu'il s'agit d'obtenir du capital-risque. Les différentes formes du private equity ont donc leurs limites.

En résumé, la disjonction spatiale entre les fonctions entrepreneuriale et financière – très partiellement réduite avec la montée en puissance du private equity – permet à cette dernière de s'abstraire de la multi-dimensionnalité de la compétitivité et du développement territorial durable.

## 5. Conclusion : vers une redécouverte des circuits courts et des vertus de la Loyalty?

Rappelons tout d'abord qu'une finance libéralisée ne devait qu'avoir des influences vertueuses sur l'économie réelle. Une finance devenue globale, posée en surplomb de l'économie, devait non seulement permettre une allocation plus efficiente des capitaux mais également jouer un rôle de « gardien du temple », c'est-à-dire veiller à ce que les entreprises et les Etats mènent des politiques financières saines et sages (Lordon, 1997). Cette discipline par les marchés financiers était considérée comme positive puisqu'elle devait permettre des investissements rationnels et efficents, et éviter que ces derniers ne soient soumis à des réseaux personnels d'influence (locaux ou nationaux) ou à des politiciens ayant pour seul fin leur réélection prochaine. En bref, les marchés financiers n'étaient pas uniquement là pour assurer une allocation optimale des ressources financières, mais ils étaient également là, en termes foucaldiens, pour « surveiller et punir ». Néanmoins, les liens qu'entretiennent finance et économie réelle ne sont ainsi pas aussi simples, unilatéraux et vertueux que ne le laisse supposer la théorie orthodoxe... Dans les faits, ce sont ainsi les investissements mobiles, liquides et empruntant les circuits longs et complexes des marchés financiers qui ont été favorisés – et ceci au détriment des investissements réels, locaux et de long terme. Ces derniers sont d'ailleurs aujourd'hui considérés comme risqués, surtout s'ils concentrent une importante part de capital au même endroit ... Cette fragmentation/dissémination des risques devait pourtant, selon la théorie de la diversification, réduire les potentialités de crise financière ! La multiplication des instruments et des innovations financières devait également mieux protéger les acteurs de l'économie. Or, ces mêmes instruments et innovations sont sources d'instabilité accrue au niveau du système financier dans son ensemble (Morin, 2006).

De plus, des circuits directs et courts demeurent indispensables pour tous ceux qui cherchent à se développer et qui ne sont pas connectés aux marchés financiers. En effet, aujourd'hui, les investissements se réalisent avant tout à l'intérieur de l'espace financiarisé. Un certain nombre

d'acteurs, de secteurs et d'espaces sont ainsi, a priori, exclus ; et ceci, même si l'espace financiarisé est en expansion (Theurillat et al., forthcoming). En bref, le système financier qui s'est développé au cours des vingt dernières années est basé sur l'accumulation du capital financier à partir d'une expansion progressive des critères de liquidité, de rendement et de risque financier en direction des nouvelles activités économiques et de nouveaux espaces. A l'échelle macro-économique, ce système fonctionnait sur la constitution permanente de bulles, impliquant en contrepartie des crises périodiques qui sont le résultat de l'instabilité intrinsèque des marchés financiers (Minsky, 1992). A l'échelle micro-économique, ce système se caractérise par une disjonction marquée entre d'une part l'investisseur et d'autre part l'entrepreneur (et au-delà l'entreprise et son contexte), par un *éloignement* toujours plus grand entre ces deux agents et par une abstraction dans le sens où l'entreprise se résume pour l'investisseur aux deux critères de rendement et de risque financier, enfin par une *hiérarchisation* dans le sens où le financier possède un pouvoir d'exit permanent.

Aujourd'hui, ce système est entré dans une crise profonde qui indique très probablement une fin du régime. Les opérations actuelles de sauvetage sont à notre avis vouées à l'échec car elles portent essentiellement sur la sphère financière, sans toutefois reposer la question essentielle développée dans cet article, à savoir celle des relations entre sphères financière et réelle. Comment dès lors et au-delà des plans de sauvetage actuels, envisager le futur du système financier? Un certain nombre de considérations sont possibles.

Tout d'abord, il est nécessaire, et certainement sain, d'abandonner l'idée que la finance de marché sera aussi centrale dans le système économique et dans la société qu'elle l'a été au cours des vingt-cinq dernières années. La finance ne devrait plus se développer en opposition à l'économie réelle, en tout cas plus comme elle l'a fait. Par conséquent, il faut aujourd'hui repenser les relations entre les sphères financière et réelle. Or, ce recouplage ne peut se faire que par l'instauration d'institutions qui tranchent avec la gouvernance décrite dans cet article. Un bon pacte avec la société locale garantit des rendements stables à long terme avec des efforts de gestion qui peuvent être relativement limités. L'horizon temporel des caisses de pension, par exemple, correspond à celui du versement des prestations aux assurés. Pour certaines d'entre elles, des investissements sur le très long terme – 20 ou 30 ans – peuvent conséquemment être envisagés.

De manière générale, le pouvoir de la finance s'est constitué grâce à la mobilité/liquidité du capital et à sa capacité d'exit permanente. Il est aujourd'hui nécessaire que les détenteurs et surtout les gestionnaires de capitaux réapprennent la loyauté (la « loyalty » d'Hirschman) vis-à-vis des entreprises, mais aussi des régions et des nations qui les hébergent et leur permettent de se développer.

Cette loyauté peut être caractérisée par trois points fondamentaux :

- Elle consiste premièrement à un renoncement consenti de la part des investisseurs à utiliser l'exit. En effet, les acteurs de l'économie réelle n'ont plus confiance dans les marchés financiers et cette confiance ne pourra se refonder que dans une relation qui pose au départ l'interdépendance des deux sphères.
- Elle suppose ensuite de repenser la manière dont les acteurs financiers s'impliquent dans les projets d'économie réelle. Cette implication doit tout d'abord s'inscrire dans la durée. Elle passe également par une identification plus claire des acteurs en présence.
- Enfin, elle doit d'une manière ou d'une autre prendre en compte les conditions régionales et nationales de l'économie réelle.

En effet, le territoire est porteur de loyauté (Frigant 2000). Le territoire est marqué par le passé et est la base de solidarités bien comprises pour le futur. Il est ainsi nécessaire, d'une part, de ré-identifier les porteurs d'enjeux du côté de l'économie réelle ; d'autre part, les gestionnaires de capitaux doivent réapprendre à traiter des questions multidimensionnelles de la production, questions qui s'inscrivent dans la durée, dans un horizon temporel de plusieurs années.

## 6. Bibliographie

Aglietta M. (1998), *Le capitalisme de demain*, Notes de la Fondation Saint-Simon, no 101, novembre.

Aglietta M. (2008), *Macroéconomie financière*, 5e édition, La Découverte, Paris.

Aalbers M. B. (2008) "The Financialization of Home and the Mortgage Market Crisis", *Competition and Change*, 12(2), pp. 148-166.

Aglietta, M. and Rebérioux, A. (2004), *Les dérives du capitalisme financier* (Paris: Albin Michel).

Allen F. et Gale D. (1999), *Comparing Financial Systems*, MIT Press, Cambridge.

Billaudot B. (2001), *Régulation et croissance*, Une macroéconomie historique et institutionnelle, L'Harmattan, Paris.

Boubel, A. and Pansard, F. (2004), *Les investisseurs institutionnels* (Paris : La Découverte).

Bourguinat, H. (2000), La finance mondiale, équilibre et turbulence, in Cabin P. (coordonné par), *L'économie repensée* (Auxerre: Sciences Humaines Editions).

Boyer R. (2000) "Is a finance-led growth regime a viable alternative to Fordism? A preliminary analysis", *Economy and Society*, 29(1), pp. 111-145.

Carrincazeaux C, Gaschet F, Becue M, (2007), "Typology of European Regions: Final Report", *working paper EURODITE*: regional trajectories to the knowledge economy: a dynamic model,

[http://www.eurodite.bham.ac.uk/partners/WorkPapers/WP4/WP4b\\_typology.pdf](http://www.eurodite.bham.ac.uk/partners/WorkPapers/WP4/WP4b_typology.pdf)

Chavagneux C. (2007), "Le bateau ivre", *Alternatives économiques*, Hors-série n°75 : « La finance », décembre.

Chesnais F. (2001), "La théorie du régime d'accumulation financiarisé : contenu, portée et interrogations", Article présenté au *Forum de la régulation*, 11-12 octobre, Paris.

Clark, G.L. and Hebb, T. (2004), Corporate Engagement: The fifth stage of capitalism, *Relations industrielles / Industrial Relations*, 59 (1): 142-171.

Clévenot M. (2008), « Les difficultés à nommer le nouveau régime de croissance », *Revue de la régulation*, n°3/4 | 2e semestre.

Dembinski P. (2009), *Finance : servant or deceiver? : financialization at the crossroad*, Palgrave Macmillan Basingstoke.

Engelen, E. (2003), *The Fairy Tale of Pension Fund Engagement*, Comments on Clark & Hebb "Understanding Pension Fund Corporate Engagement in a Global Arena"

available at: <http://www.fmg.uva.nl/amidst/object.cfm?objectID=45DF0517-EE71-4F5E-823E803B3AA8B6C8>

Frigant V. (2000), *Coordination des relations verticales et proximité: une analyse des défaillances interfirmees selon le modèles défection / prise de parole*, Thèse de doctorat, Bordeaux : Université Montesquieu.

Golding, T. (2003) *The City: Inside the Great Expectations Machine*, 2nd ed. (London: FT/Prentice-Hall).

Harmes, A. (1998), Institutional investors and the reproduction of neoliberalism, *Review of International Political Economy*, 5 (1): 92-121

Harvey, D. (1982), *The limits to capital*, Chicago: University of Chicago Press.

Hendry J., Sanderson P., Barker R. G. and Roberts, J. (2006), "Owners or traders ? Conceptualizations of institutional investors and their relationship with corporate managers", *Human Relations*, 59 (8): 1101-1132.

Hirschman, A. (1970), *Exit, Voice, and Loyalty: Responses to Decline in Firms, Organizations, and States* (Cambridge, MA: Harvard University Press).

Markowitz H. (1959), *Portfolio Selection: Efficient Diversification of Investments*, J. Wiley, London.

Martin R., Berndt C., Klagge B. and Sunley P.(2005), "Spatial Proximity Effects and Regional Equity Gaps in the Venture Capital Market: Evidence from Germany and the UK", *Environment and Planning A*, vol. 37, no 7, pp. 1207-1231.

Minsky H.P. (1992), "The Financial Instability Hypothesis", *The Jerome Levy Economics Institute Working Paper No. 74*, May.

Morin, F. (1998), *Le modèle français de détention et de gestion du capital. Analyse, prospective et comparaisons internationales* (Paris: Editions de Bercy).

Morin, F. and Rigamonti, E. (2002), Evolution et structure de l'actionnariat en France, *Revue Française de Gestion*, 28 (141) : 155-81.

Morin F. (2006), *Le nouveau mur de l'argent : essai sur la finance globalisée*, Seuil, Paris.

Lordon F. (1997), Les quadratures de la politique économique : Les infortunes de la vertu, Albin Michel, Paris.

Lordon F. (2000a), *Fonds de pension, piège à cons? Mirage de la démocratie actionnariale*, Editions Raisons d'Agir, Paris.

Lordon F. (2000b), « La création de valeur comme rhétorique et comme pratique : généalogie et sociologie de la valeur actionnariale », *L'Année de la Régulation*, vol. 4., pp. 117-165.

O'Brien R. (1992), *Global financial integration: the end of geography*, Royal Institute for International Affairs, London.

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

Orléan A. (2000), "L'individu, le marché et l'opinion : réflexions sur le capitalisme financier", *Esprit*, no 269, novembre, pp. 51-75.

Orléan A. (2004), "La bourse est-elle au service de la production ?", *Rapport Moral sur l'Argent dans le Monde* 2003-2004, pp. 51-58.

Orléan A. (2008), "Les croyances et représentations collectives en économie", in Bernard Walliser (éd.), *Économie et Cognition*, Éditions Ophrys et Maison des Sciences de l'Homme, coll. "Cogniprismes".

Palan R. (2002), "Tax Havens and the Commercialization of State Sovereignty" *International Organization*, Winter2002, Vol. 56 Issue 1, p151-176.

Rainelli-Le Montagner H. (2003), *Nature et fonctions de la théorie financière*, PUF, Paris.

Rorty R. (1979), *Philosophy and the Mirror of Nature*, Princeton University Press, Princeton.

Sauvage G. (1999), *Les marchés financiers, Entre hasard et raison : le facteur humain*, Seuil, Paris.

Schinasi G. J. (2006), *Safeguarding Financial Stability. Theory and Practice*, FMI, Washington DC.

Simon Y. et Mannaï S. (2001), « Titres (Évaluation des) », in Jessua C., Labrousse C. Vitry L. et Gaumont D. (direction), *Dictionnaire des sciences économiques*, PUF, Paris.

Stark Gillan, S.L. and Starks, L.T. (2003) Corporate Governance, Corporate Ownership and the Role of Institutional Investors: a Global Perspective, *Journal of Applied Finance*, 13: 4–22

Torrance, M. (2006), The rise of a global infrastructure market through relational investing: unravelling the web of financial flows into urban geographies, *Working Papers in Employment, Work and Finance*, WPG 06-17, School of Geography, Oxford.

Watson M. (1999) "Rethinking Capital Mobility, Re-regulating Financial Markets", *New Political Economy*, 4 (1): 55-75.

Yeung-H.W.-C. (2002), "The limits to globalization theory: A geographic perspective on global economic change", *Economic-Geography*, 78(3): 285-306.

Zeller C. (2008a), "The power of finance and uneven development", Espace - Working Paper Series (Geographisches Institut der Universität Bern) (3).

Zeller C. (2008b): "Uneven financial flows in the global economy", Espace- Working Paper Series (Geographisches Institut der Universität Bern) (4).