

MÉMOIRE DE MASTER

Projet de fin de master 1, Conseil en Entreprise

Mémoire de master — Influence de la financiarisation sur les entreprises françaises non cotées

Comment la financiarisation influence-t-elle la stratégie ainsi que la création de valeur des entreprises non cotées françaises ?



UFR **SEG** Sciences
économiques
et Gestion

Réalisé par :

Jean-Baptiste DUONG, 12409900

Encadré par :

M. Mustapha Erdem SAKINÇ

Maître de conférences, Professeur en économie à l'Université Sorbonne Paris Nord et chercheur au CEPN.

Master en Économie des entreprises et des marchés, spécialisation Conseil en entreprise.

Université Sorbonne Paris Nord

Année Académique 2024-2025 — ÉCOLE SUPÉRIEURE

L'Université n'entend donner aucune approbation ni improbation
aux opinions émises dans les mémoires ;
ces opinions doivent être considérées comme propres à leurs
auteurs.

Remerciements

Ce mémoire est à la fois l'aboutissement d'un travail de recherche et le prolongement d'un questionnement personnel sur les transformations contemporaines du capitalisme. Il me semble essentiel de commencer par remercier celles et ceux qui ont permis à ce projet d'exister.

Je tiens à remercier en premier lieu mon directeur de mémoire, le Professeur Mustafa Erdem Sakinç, pour la confiance qu'il m'a accordée en acceptant un travail mené en autonomie, sans binôme. Je mesure pleinement la responsabilité que représente un tel encadrement, ainsi que la rigueur de son suivi, son attention constante aux détails et sa capacité à accompagner une recherche critique et non conformiste.

Je souhaite également exprimer ma reconnaissance aux Professeurs Julien Vauday et Isabelle Liotard pour leur accompagnement attentif tout au long de cette année, et plus particulièrement à la Professeure Isabelle Liotard, qui a été ma référente de master 1. Leur disponibilité et leur soutien ont grandement facilité mon intégration et ma progression dans cette formation. J'adresse également mes remerciements aux Professeurs Isabelle This Saint-Jean et François Moreau, dont les enseignements ont contribué à structurer ma manière d'aborder l'économie contemporaine dans ses dimensions industrielles et institutionnelles.

Mes remerciements vont également à plusieurs enseignants rencontrés durant la licence, notamment la Professeure Marie Berthelemy, dont l'accompagnement bienveillant m'a aidé à progresser, notamment en mathématiques, et dans le développement des outils statistiques mobilisés au sein de ce mémoire. Merci aussi aux Professeurs François Bellego et Riad Ben Jelili, qui m'ont transmis le goût de la modélisation théorique et empirique à travers leurs enseignements en microéconomie et économétrie.

Enfin, je remercie mes proches pour leur présence constante, leur patience et leur soutien dans ce projet de recherche, parfois incertain.

SOMMAIRE

INTRODUCTION	8
REVUE DE LITTÉRATURE	10
Définitions	10
Effets de la financiarisation sur les entreprises cotées	18
Spécificités des entreprises non cotées	23
Canaux de transmission de la financiarisation vers les entreprises non cotées	26
Résultats et controverses	31
MÉTHODOLOGIE	33
Objectif	33
Section quantitative	35
Section qualitative	42
RÉSULTATS	46
DISCUSSION & CONCLUSION	61
BIBLIOGRAPHIE	63
TABLE DES TABLEAUX	66
TABLE DES FIGURES	66

INTRODUCTION

La rationalité financière occidentale s'enracine dans un socle éthique et religieux. Max Weber (1905), dans *L'éthique protestante et l'esprit du capitalisme*, identifie une "affinité élective" entre les principes calvinistes et l'accumulation rationnelle du capital. Le travail austère, la discipline morale et la valorisation de l'ascèse économique ont contribué à faire du profit non plus une faute, mais une preuve d'élection. Le crédit, autrefois condamné comme usuraire par la morale chrétienne, devient progressivement une notion acceptée, puis structurante de la vie économique. À partir de la fin du Moyen Âge, les échanges se rationalisent, les premières banques se centralisent, et les marchés s'organisent. La pensée économique se détache peu à peu de la théologie, notamment celle de Saint Thomas d'Aquin avec son idée de juste prix¹, en séparant l'économie de la morale (chrétienne) et introduit une logique de valorisation fondée sur l'accumulation. Les révolutions industrielles puis la mondialisation renforcent cette dynamique, imposant une gestion de plus en plus abstraite et comptable. Ce long processus de transformation trouve son point d'aboutissement dans ce que la littérature contemporaine nomme la financiarisation : un processus où les normes financières transforment l'ensemble des décisions économiques. Désormais, les entreprises adoptent des critères de rentabilité, de solvabilité et de valorisation qui dépassent les exigences productives traditionnelles. C'est précisément dans ces espaces moins étudiés que le phénomène mérite d'être observé.

Pourtant, cette observation a eu un peu de mal à se dessiner. Il faut savoir que les consignes du mémoire précautionnaient une réalisation en binôme. Toutefois, certaines difficultés sont apparues. Mon premier binôme a quitté la formation, et le second a finalement choisi un autre partenaire. Ces imprévus ont freiné le démarrage du travail et m'ont contraint à réaliser le travail en autonomie, retardant donc la définition d'un objet de recherche clair. Mais, c'est en suivant certains enseignements de master (finance, économie de la firme, de l'innovation, etc.), que j'ai trouvé un intérêt pour la finance contemporaine. J'ai aussi personnellement une appétence pour l'histoire et la géopolitique, cela m'a intuitivement permis de définir mon sujet et de le choisir. Comprendre comment un phénomène tel que la financiarisation dépasse les marchés pour structurer les choix productifs, politiques et sociaux m'a semblé intéressant. *In fine*, je me suis donc tourné vers les entreprises non cotées, en France. Par ce choix, il s'agissait aussi de clarifier un concept large mais peu étudié dans les approches sur la financiarisation.

¹ Équilibre entre utilité, coût et justice sociale.

En effet, la majorité des travaux sur la financiarisation se concentre sur les firmes cotées. À l'inverse, les entreprises non cotées, pourtant majoritaires en nombre en France, sont souvent réduites à une position marginale dans la littérature (souvent capital-investissement²). Explorer la manière dont la financiarisation affecte les entreprises non cotées permet de mieux en saisir la portée systémique.

Naturellement, cette exploration des entreprises non cotées françaises nous questionne sur comment, et dans quelle mesure la financiarisation influence-t-elle les trajectoires stratégiques, les objectifs de croissance et la nature de la valeur créée par ces entreprises ? Le mémoire s'organise alors autour d'une question centrale : comment la financiarisation influence-t-elle la stratégie ainsi que la création de valeur des entreprises non cotées françaises ? Trois sous-questions de recherche y sont développées pour le bien du travail empirique. La première est de savoir quels mécanismes de financiarisation sont présents dans les entreprises non cotées, suivie de la deuxième qui interroge l'influence qu'ont ces mécanismes sur l'investissement et l'innovation. Enfin la troisième émet des conséquences sur la croissance et la pérennité de ces entreprises. L'objectif du mémoire est de cerner les mécanismes concrets de la financiarisation, d'en analyser les effets sur leurs trajectoires stratégiques, et de contribuer à une meilleure compréhension de la manière dont ces logiques reconfigurent la création de valeur au sein du tissu productif national.

La recherche s'est déroulée tout d'abord, autour d'une revue de littérature justifiant le choix de la problématique et des questions qui en découle. Elle a été prolongée par la méthodologie, se divisant en une approche empirique mixte : un questionnaire et des entretiens semi-directifs. S'en suit le chapitre présentant les résultats récoltés dans le chapitre précédent, puis pour terminer une discussion ainsi qu'une conclusion répondant au problème posé.

² Traduit de l'anglais : Private equity. Type d'investissement consistant à investir dans des entreprises non cotées en bourse, généralement dans le but de les soutenir financièrement pour leur développement, ou de les restructurer afin de maximiser leur valeur avant de les revendre.

REVUE DE LITTÉRATURE

La *Revue de littérature* a pour objectif de rassembler les différentes recherches ayant un lien avec la problématique : Comment la financiarisation influence-t-elle la vision stratégique, les objectifs de croissance et la nature de la valeur créée des entreprises non cotées françaises ? Pour bien comprendre l'essence de ce travail, définir dans un premier temps la financiarisation et son origine semble naturel. Le concept de financiarisation est donc central pour ce mémoire. En effet, il est important de rendre compte des diverses idées émanant de la financiarisation et de son impact sur la création de valeur, qu'elle soit productive ou financière. Ce chapitre permet également de poser un cadre théorique au travail mené et ainsi justifier le choix du sujet et des différentes questions posées quant à la problématique.

Pour l'aborder, dans un premier temps cette partie consistera à définir la notion de financiarisation afin de poser un cadre et de lui donner une vision moins brumeuse. Comprendre ses effets sur l'ensemble de l'économie et plus particulièrement sur les entreprises cotées contribuerait, dans un second temps, à intégrer les entreprises non cotées et voir les divergences de transmission de la financiarisation. Bien que ce mémoire se concentre sur les entreprises non cotées, omettre les documentations liées à la financiarisation plus largement serait une erreur. Enfin, la *Revue de littérature* se clôturera sur une critique des courants de pensées et débats théoriques dans la littérature académique et laissera place à certains questionnements résultant du travail de recherche accompli.

Définition

Genèse

L'émergence du terme *financiarisation* n'est ni le fruit d'une inflation lexicale récente ni un simple effet d'époque, elle répond historiquement à la nécessité de penser les mutations profondes du capitalisme à partir de la fin des années 1970. Le mot lui-même s'est imposé dans un moment de bascule structurelle où les cadres analytiques classiques (qu'ils soient marxistes, keynésiens ou schumpétériens) peinaient à saisir le renversement qui s'opérait. On parle ici de la transition d'un capitalisme productif, centré sur l'accumulation industrielle, vers un capitalisme des marchés financiers. Cette transition reconfigure le principe de la firme autour de logiques de valorisation actionnariale, et la transformation des institutions économiques elles-mêmes.

La financiarisation n'apparaît donc pas *ex nihilo*. Elle est d'abord une catégorie de crise. Son surgissement théorique coïncide avec le délitement du compromis fordiste – lequel avait fondé l'équilibre social et économique de l'après-guerre – et avec l'érosion des régimes d'accumulation qui reposaient sur le couplage entre productivité industrielle, partage salarial et croissance de la demande interne. Dès les années 1970, la montée des taux d'intérêt réels, la libéralisation des marchés de capitaux, et la déréglementation progressive du crédit bancarisé annoncent un déplacement du cœur de l'accumulation. Le capital ne se valorise plus prioritairement par l'investissement productif, mais plutôt par des circuits autonomisés de rendements financiers. Ce constat est au fondement des premières analyses, comme celles de Magdoff et Sweezy (dès 1977), qui voient dans la domination croissante de la finance une réponse structurelle à la crise de suraccumulation du capital. Cette thèse sera prolongée par John Bellamy Foster (2007), pour qui la financiarisation n'est rien d'autre que le mécanisme par lequel le capitalisme tente de contourner son incapacité à générer de nouveaux débouchés productifs, en se tournant vers l'accumulation fictive. Dans cette lecture néomarxiste, la financiarisation n'est pas un trouble, mais une fonction adaptative du capital face à ses propres limites internes. En parallèle, une tradition plus *institutionnaliste* et *régulationniste* se développe en Europe. Elle ne se limite pas à diagnostiquer une mutation, mais cherche à en reconstruire les logiques et les formes. Michel Aglietta et Robert Boyer, en particulier, interprètent la financiarisation comme la tentative de substitution d'un nouveau régime d'accumulation au fordisme défaillant. À partir des années 1990, ils décrivent un capitalisme actionnarial dans lequel l'exigence de rendement des actionnaires devient le principe organisateur de la firme, reléguant au second plan les objectifs industriels, sociaux ou territoriaux. L'entreprise se mue en simple vecteur de performance financière, évaluée à l'aune de son taux de retour sur capital et de son alignement sur les attentes du marché. Un tournant de l'approche vient néanmoins avec Greta Krippner, dont les travaux (2005, 2011) imposent la financiarisation comme un concept structurant de l'analyse contemporaine du capitalisme. Elle propose une définition de la financiarisation assez innovante : “un modèle d'accumulation dans lequel la réalisation de profits se fait de plus en plus par des canaux financiers plutôt que par le commerce et la production de biens”¹ (2005 : 173). Il s'agit donc d'un processus socio-institutionnel de large portée, soutenu par l'action publique (notamment par les politiques monétaires), par les marchés, mais aussi par les récits idéologiques qui légitiment la prééminence de la finance comme horizon rationnel (prolongement de la pensée néoclassique). À mesure que le concept s'impose, il se diffuse dans des sphères d'analyse de plus en plus variées : sociologie économique, économie de la firme, études sur le travail, science politique...

Cette pensée met en exergue la montée en puissance de logiques dépassant l'échelle nationale, reconstruisant nos économies par le biais d'acteurs et d'institutions financières. Cette définition élargie embrasse les multiples dimensions du phénomène. En effet, elle s'étend dans la reconfiguration des entreprises, la transformation des ménages en investisseurs et débiteurs, et permet de capter le rôle des fonds d'investissement, l'essor de la titrisation, la domination du court-termisme ainsi que la diffusion des normes de rentabilité dans tous les secteurs de la vie économique. L'un des apports de cette première période intellectuelle est donc d'avoir montré que la financiarisation n'est pas réductible à un secteur économique, ni à une logique isolée. C'est un processus transversal qui affecte les rapports sociaux, les équilibres macroéconomiques, les modes de gouvernement, et la fabrique même de la valeur. Ce caractère tentaculaire rend sa définition d'autant plus difficile.

Approches théoriques

La financiarisation ne se laisse pas enfermer dans une école unique, elle constitue une notion plurielle, traversée par des grilles de lecture à géométrie variables, dont chacune présente une dimension particulière du phénomène. Cette hétérogénéité ne relève pas d'une faiblesse analytique, mais témoigne de la complexité de l'objet. Le détour par les principales approches théoriques permet d'en cerner les contours.

L'une des approches les plus structurantes repose sur la théorie de la régulation. Comme évoqué précédemment, Michel Aglietta et Robert Boyer proposent dès les années 1990 une lecture de la financiarisation comme nouveau "mode de régulation" succédant au fordisme en crise. Dans cette optique, la financiarisation ne désigne pas une simple montée en puissance des marchés, mais une recomposition des normes de gestion, des modes de gouvernance et des dispositifs de légitimation de la valeur, autour du pôle financier (Boyer, 2000). Elle devient le vecteur d'un régime d'accumulation fondé non plus sur la production et la consommation de masse, mais sur l'exigence de rentabilité actionnariale, les cours boursiers et la circulation accélérée du capital. Une seconde lecture, issue du courant néomarxiste, insiste davantage sur les logiques de domination et d'extraction de valeur. Selon Foster (2007), la financiarisation est avant tout une réponse à la suraccumulation du capital. En effet, confronté à une baisse tendancielle du taux de profit dans la sphère productive, le capitalisme chercherait à se valoriser par des moyens fictifs, c'est-à-dire à travers des titres financiers, des dettes reconditionnées ou des anticipations de rendements futurs. Il s'agirait d'un déplacement structurel vers une accumulation déconnectée de la production matérielle, et alimentée par des bulles spéculatives.

Ce raisonnement, inscrit la financiarisation dans une dynamique historique de cycles du capitalisme. Arrighi (2005), explique que chaque phase d'expansion productive serait suivie d'une phase d'expansion financière, marquant le début du déclin systémique de l'expansion productive au dépit de l'expansion financière. Dans cette perspective, la financiarisation ne stabilise pas, elle retarde l'éclatement.

Les travaux centrés sur la notion de valeur actionnariale présentent la troisième grille de lecture quant à la littérature autour de la financiarisation. Froud et al. (2006) décrivent ici un changement au niveau de la gestion impressionnant. L'entreprise est conçue comme un véhicule de rendement pour les actionnaires. Ce paradigme de la valeur actionnariale¹ se traduit par une substitution des logiques de croissance interne en employant des stratégies de compression des coûts, de rachat d'actions, et de désengagement des activités non rentables. Pour Orléan (1999), cette transformation dépasse les outils de gestion pour toucher à la fabrique même de la valeur. La financiarisation repose sur une "convention financière", un système de croyances partagées qui fait du prix de marché l'indicateur légitime de la valeur d'un actif ou d'une entreprise. Cette convention n'est ni neutre ni naturelle, elle est la somme et le produit d'institutions, de récits, de dispositifs techniques (modèles d'évaluation, indicateurs...) qui structurent les comportements et orientent les décisions. Enfin, une série de travaux récents prolonge cette perspective en intégrant la financiarisation à une économie politique culturelle. Les différents intellectuels tels que Langley (2004) ou encore Froud et Williams (2007) insistent sur le rôle des narratifs, des symboles et des représentations dans la diffusion des normes financières. La financiarisation est ici analysée comme un processus discursif et performatif. C'est tout ce qui entoure celle-ci (les discours sur la rentabilité, l'autonomie, le risque, la transparence), qui créent les conditions de leur propre réalisation. La valeur est anticipée, projetée, construite dans un régime de croyance partagé, dont les médias, les experts et les politiques sont les vecteurs principaux. Ainsi, il n'existe pas de définition consensuelle, mais des perspectives qui, chacune à leurs manières, rendent compte des reconfigurations du capitalisme contemporain.

¹ Différence entre le prix de vente et le prix d'achat d'une action augmenté des dividendes reçus au cours d'une période donnée (en anglais : shareholder value).

Composantes de la financiarisation

Un premier trait structurel réside dans la centralité des marchés financiers comme vecteurs de valorisation. Contrairement à l'économie fordiste, qui reposait sur la croissance des capacités productives et la consommation salariale, la financiarisation impose une logique dans laquelle la rentabilité des capitaux devient la mesure ultime de la performance. Cette orientation se traduit par une redéfinition du rôle des entreprises. Pour celles-ci, leur but est de générer des flux financiers optimaux pour les détenteurs de titres (Epstein, 2005). La distinction entre l'entreprise productive et l'entreprise spéculative devient alors plus difficile à établir. Ce déplacement est incarné par une série de pratiques comme les rachats d'actions qui consiste à réinvestir le profit, les firmes les consacrent à soutenir artificiellement la valeur de leur titre boursier. Ce mécanisme renforce le pouvoir des actionnaires qui exercent une pression constante pour maximiser le rendement de leurs portefeuilles, notamment via la distribution régulière de dividendes.

Parallèlement, les modes de financement évoluent. La financiarisation est indissociable d'une désintermédiation bancaire progressive, où les marchés remplacent les banques dans le financement des entreprises. Cette transformation, documentée par Stockhammer (2004), prouve que la logique du crédit de long terme cède la place à une évaluation continue par les marchés, fondée sur des indicateurs volatils et des anticipations souvent myopes. La cotation devient une discipline en soi, l'entreprise est soumise à un pilotage par les signaux de marché. Les outils de gestion et de pilotage stratégique s'en trouvent profondément affectés. Le rapport financier² se généralise ; les indicateurs comptables liés à la performance actionnariale (taux de rentabilité des capitaux propres, rendement des capitaux propres, bénéfice par action³) s'imposent comme des références quasi exclusives. Dans les entreprises cotées, ces indicateurs orientent les choix organisationnels, dictent les arbitrages budgétaires, et redéfinissent les objectifs des dirigeants, souvent rémunérés en actions ou en stock-options (Froud et al., 2006). Ces mécanismes traduisent un changement profond de la rationalité économique. Il ne s'agit

² Traduction de l'anglais : *Reporting*.

³ Traduit de l'anglais : *Return on Equity* (ROE) ; (Taux de rentabilité des capitaux propres et Rendement des capitaux propres). Le ROE mesure la capacité d'une entreprise à générer du profit à partir des capitaux apportés par ses actionnaires. Il se calcule par le rapport entre le résultat net et les capitaux propres.

Traduit de l'anglais : *Earnings Per Share* (EPS) ; (Bénéfice par action). L'EPS indique la part du bénéfice net attribuable à chaque action en circulation. Il se calcule en divisant le bénéfice net (après impôts et charges) par le nombre d'actions.

pas uniquement d'une accélération des échanges ou d'une fluidification du capital, mais d'une modification des critères de légitimité des décisions. La valeur économique devient une construction financière, souvent décorrélée des dynamiques matérielles ou sociales. Les projets sont évalués non pas selon leur pertinence productive, mais selon leur capacité à générer des signaux positifs pour les marchés. Une conséquence directe est le renversement de la temporalité de l'action économique. Le court terme l'emporte sur le long terme ; les cycles de rapport trimestriels imposent un rythme rapide, parfois incompatible avec l'incertitude inhérente à l'innovation ou à la transformation. Le capital est mobile, impatient, calculateur... il se retire à la moindre baisse de rentabilité prévisionnelle. Les entreprises internalisent cette temporalité dans leurs propres routines décisionnelles, dans leurs matrices d'arbitrage et même dans leur langage (Orléan, 1999).

En parallèle, la financiarisation transforme également les rapports internes de pouvoir. Elle donne aux actionnaires institutionnels une capacité d'intervention directe dans la gouvernance, comme en témoigne la montée en puissance des activistes financiers, capables d'imposer des restructurations ou même des cessions d'actifs (Froud et al., 2004). La structure même de la firme devient complètement quadrillée, on optimise son découpage, ses flux, sa lisibilité financière. Le groupe intégré laisse place à une organisation fragmentée, orientée vers la maximisation de la valeur perçue. Cela s'apparente presque à une logique néoclassique de maximisation du profit...

Régime institutionnel

Si la financiarisation a d'abord été analysée à travers ses manifestations économiques ou ses effets sur la gouvernance des entreprises, une partie de la littérature insiste désormais sur sa dimension institutionnelle et culturelle. Cette inflexion théorique a permis de déplacer le regard et donc de penser la financiarisation comme un régime socio-idéologique cohérent et non uniquement comme une conséquence de la libéralisation des marchés ou de la quête de rendement. Ce glissement est particulièrement visible dans les travaux de Greenfield et Williams (2004), pour qui la financiarisation n'est pas seulement un processus de mutation des structures économiques, mais un projet institutionnel activement promu par les États, les entreprises, les médias et les experts. À travers la déréglementation, la privatisation des fonctions sociales (logement, éducation, retraite), ou encore la promotion de l'autonomie financière, les autorités publiques ont accompagné, voire orchestré, l'extension de la logique financière à des sphères qui lui étaient historiquement extérieures. Dans cette perspective,

l'individu est incité à se comporter comme un investisseur rationnel, à optimiser ses ressources, à anticiper ses risques, à gérer son avenir comme un portefeuille. La financiarisation s'impose ainsi comme une nouvelle forme de gouvernamentalité. Langley (2004) prolonge cette idée en montrant que les marchés financiers deviennent des instruments de discipline des comportements, mais aussi des producteurs de subjectivité. L'acteur économique contemporain, qu'il soit salarié, épargnant, étudiant ou entrepreneur, est reconstruit comme un agent calculateur, orienté vers la maximisation de sa valeur personnelle, exposé à des aléas qu'il doit gérer individuellement. Cette évolution contribue à délégitimer les formes collectives de solidarité au profit d'un ethos d'autonomie et de responsabilité personnelle.

Ce processus repose largement sur la circulation de narratifs performatifs, c'est-à-dire de récits qui ne se contentent pas de décrire le réel, mais qui contribuent à le produire. Froud et al. (2004) montrent que certains événements financiers, comme la bulle de la nouvelle économie, ne sont que la manifestation d'un imaginaire collectif fondé sur des promesses de rendements futurs. L'exemple d'*Enron*,⁴ fréquemment mobilisé dans la littérature, révèle comment un discours managérial, relayé par les analystes, les médias et les institutions, peut générer une valorisation spéculative totalement déconnectée des performances opérationnelles et entraîner la faillite d'une firme et des individus de facto.

Cette reconfiguration touche également l'échelle territoriale et sectorielle. Comme le notent Hudson (2006) et Tickell (2001), les effets de la financiarisation ne se déploient pas uniformément. Ils sont concentrés dans certaines régions (le sud-est de l'Angleterre par exemple), au détriment d'autres laissées à la désindustrialisation. De même, certains secteurs sont valorisés (technologies, services financiers), tandis que d'autres (industrie lourde, services publics) sont perçus comme peu performants selon les grilles d'évaluation imposées. La financiarisation induit donc des formes de ségrégation géographique et professionnelle, souvent justifiées *a posteriori* par des narratifs d'inefficience ou de modernisation. Enfin, cette perspective culturelle et institutionnelle permet d'interroger le caractère totalisant de la financiarisation. Erturk et al. (2004) évoquent un capitalisme financiarisé qui capte les savoirs, impose ses catégories de pensée et invisibilise ses propres contradictions. La gestion des risques devient un langage commun, l'incertitude est transformée en variable quantifiable, et la spéculation se donne les attributs de la rationalité. La critique devient plus difficile à formuler dès lors que les catégories critiques elles-mêmes sont reformulées dans le langage de la finance.

⁴ Enron était une entreprise américaine du secteur de l'énergie. Sa faillite en 2001 est associée à l'un des plus importants scandales financiers de l'histoire. L'activité d'Enron consistait initialement à produire, transporter et distribuer du gaz.

Limites

Malgré son succès croissant dans les sciences sociales, le concept de financiarisation n'est pas exempt d'ambiguïtés. Loin d'être univoque, la financiarisation fonctionne souvent comme un signifiant flottant, mobilisé pour désigner des phénomènes hétérogènes, voire contradictoires. Une première critique réside dans le flou conceptuel du terme lui-même. Si certains auteurs le définissent comme une phase historique du capitalisme où la finance prend le pas sur la production (Foster, 2007 ; Krippner, 2005), d'autres y voient un régime discursif, une transformation institutionnelle, ou encore une mutation de la subjectivité économique (Langley, 2004 ; Froud et al., 2006). Cette multiplicité des acceptions nourrit une forme d'instabilité théorique. En effet, en l'absence d'un cadre analytique unifié, la financiarisation risque de devenir un label commode pour désigner toute forme d'évolution économique contemporaine jugée problématique (Boyer, 2006). Certains chercheurs dénoncent également la tentation d'un usage totalisant. Le concept tend à absorber sous sa bannière des dynamiques diverses — restructuration de l'État social, montée de l'actionnariat salarié, développement de nouveaux instruments financiers, etc. — sans toujours démontrer de lien de causalité. Pour Erturk et al. (2008), cette dérive conduit à une lecture surinterprétative, où la financiarisation devient une explication fourre-tout des mutations du capitalisme, au détriment d'une analyse fine. D'autres critiques, plus internes, interrogent la cohérence du modèle économique que sous-tend le terme. Plusieurs auteurs remettent en cause l'idée que la financiarisation constituerait un régime d'accumulation stable et fonctionnel. Boyer (2000) souligne l'absence d'institutions stabilisatrices comparables à celles du fordisme, tandis que Langley (2004) insiste sur la fragilité d'un système fondé sur la spéculation, les anticipations et la valorisation symbolique. Loin de former un modèle consolidé, la financiarisation apparaît comme une expérimentation inachevée. Cette tentative d'organisation du capitalisme cumule contradictions internes, déséquilibres macroéconomiques et effets sociaux délétères (Froud et al., 2004).

Sur le plan empirique, les résultats restent ambivalents. Certains travaux identifient des gains d'efficacité ou de rentabilité dans les firmes financiarisées, mais d'autres documentent des effets négatifs sur l'emploi, l'investissement ou la stabilité des trajectoires productives (Epstein, 2005 ; Lazonick, 2010). Cette hétérogénéité des effets soulève la question de la portée explicative réelle du concept : s'il peut désigner des processus récurrents, peut-il rendre compte de leur diversité et de leurs contradictions sans se dissoudre dans l'imprécision ? Une autre limite touche à la dimension normative implicite du concept. La financiarisation est souvent

mobilisée dans une perspective critique, comme symptôme de la crise du capitalisme ou comme vecteur d'inégalités croissantes. Or cette posture critique, légitime en soi, peut parfois masquer un biais de confirmation. Dans ce cas, les données sont sélectionnées pour conforter une grille de lecture préétablie, sans que soient systématiquement explorées les zones grises, les cas limites ou les exceptions empiriques. Le risque est alors de disqualifier trop rapidement les contre-exemples mais aussi de figer l'analyse dans une opposition stérile entre finance et production. Enfin, la financiarisation pose des défis sur le plan méthodologique. Comme le soulignent Williams (2000) et Blackburn (2008), une partie de la littérature repose sur des corpus empiriques fragiles : compilations statistiques générales, rapports d'agences, études de cas non systématisées. Cette faiblesse limite la portée généralisante des conclusions. Elle appelle une rigueur accrue dans l'articulation entre théorie et observation, ainsi qu'un recours plus explicite à des méthodes empiriques robustes, quantitatives ou qualitatives.

En somme, la financiarisation éclaire des reconfigurations majeures du capitalisme contemporain, mais ne saurait en rendre compte de façon exhaustive sans articulation claire aux dynamiques historiques, institutionnelles et sectorielles qui la conditionnent. Pour rester opératoire, le concept doit être affiné, précisé, situé. Il ne suffit pas d'énoncer que tout devient finance : encore faut-il comprendre comment, à quelles conditions, avec quels effets, et pour qui.

Effets sur les entreprises cotées

Domination actionnariale

L'un des traits les plus caractéristiques de la financiarisation des grandes entreprises cotées réside dans la centralité conférée à la figure de l'actionnaire. Sous l'effet combiné des mutations institutionnelles des marchés financiers et de la diffusion des théories de l'agence, la "maximisation de la valeur actionnariale" s'est imposée comme finalité normative de l'entreprise (Jensen, 1976 ; Orléan, 2004). Dans cette logique, l'entreprise est requalifiée comme un "actif" détenu par les actionnaires, dont il s'agit d'optimiser le rendement. Ce basculement s'est accompagné d'une transformation profonde des outils de pilotage stratégique, de la gouvernance et des incitations managériales (Lazonick, 2010). L'indicateur clé devient désormais le cours de l'action, censé refléter l'efficacité de l'allocation des ressources et la performance future. L'effet de cette domination actionnariale est double : d'un côté, la stratégie des firmes se recentre sur la création de valeur pour les actionnaires ; de

l'autre, les autres dimensions de la performance (emploi, investissement, innovation) deviennent subordonnées, voire marginales. En ce sens, la financiarisation ne représente pas seulement un déplacement de pouvoir vers les investisseurs, mais une redéfinition ontologique de l'entreprise. Cette orientation se reflète dans l'architecture même des organisations : conseil d'administration dominé par les représentants des grands fonds, évaluations régulières par les agences de notation, généralisation des indicateurs de rentabilité boursière dans les objectifs assignés aux dirigeants. L'ensemble de ces éléments témoigne d'un mouvement de fond qui est la montée en puissance de la figure de l'actionnaire comme référent exclusif de la légitimité stratégique de l'entreprise.

L'un des effets les plus massifs de la domination actionnariale est l'instauration d'un court-termisme systémique dans la conduite des affaires. Plutôt que d'orienter les profits vers la consolidation des capacités productives, la recherche et développement (R&D) ou la formation, les grandes entreprises cotées tendent à privilégier les stratégies de redistribution immédiate du capital, en particulier via les dividendes et les rachats d'actions (Lazonick, 2010).

Ce phénomène est particulièrement bien documenté aux États-Unis, où la pratique des rachats⁵ a atteint des niveaux historiques. Depuis les années 1980, ces rachats ont dépassé, en volume, les investissements nets des entreprises du Standard & Poor's 500 (S&P 500⁶). L'objectif n'est plus la croissance endogène ou l'amélioration des rendements à long terme, mais la stimulation du cours boursier dans des logiques souvent purement financières. Froud et al. (2006) parlent à ce propos de "redistribution sans production", un cycle dans lequel la rentabilité financière devient autonome vis-à-vis de la création de valeur réelle. En France, le phénomène est plus récent mais suit une tendance analogue. Plusieurs études montrent que les entreprises de la Cotation Assistée en Continu 40 (CAC 40⁷) affichent des niveaux de distribution de dividendes comparables, voire supérieurs, à ceux des grandes firmes américaines, avec un taux de distribution moyen proche de 60 à 70 % des bénéfices nets. Ce taux élevé limite

⁵ Traduction de l'anglais : *Buybacks*. Il s'agit d'une opération par laquelle une entreprise rachète ses propres actions sur le marché financier. Ces actions peuvent ensuite être annulées (réduction du capital) ou conservées (autocontrôle).

⁶ C'est un indice boursier américain qui regroupe 500 des plus grandes entreprises cotées aux États-Unis, sélectionnées pour leur taille, leur liquidité et leur représentativité sectorielle. Il est géré par l'agence Standard & Poor's.

⁷ Indice boursier français, composé de 40 valeurs représentatives de l'économie nationale, choisies parmi les entreprises les plus importantes cotées sur Euronext Paris. Il fonctionne comme un thermomètre de la Bourse de Paris : quand le CAC 40 monte, cela signifie que la valeur globale des grandes entreprises françaises augmente ; quand il baisse, l'inverse. Ce n'est pas une entité juridique ni un organisme, mais un outil de mesure.

mécaniquement la capacité d'autofinancement, réduisant les marges de manœuvre pour les investissements structurels, en particulier dans des secteurs à forte intensité capitalistique.

Cette orientation financière a également des effets pervers sur la structure productive elle-même. En se concentrant sur la “valeur pour l'actionnaire”, les entreprises réduisent souvent leurs dépenses en capital, ralentissent l'embauche, voire externalisent certaines fonctions pour flexibiliser leurs coûts. Le “désengagement productif” évoqué par Lazonick (2014) désigne précisément cette forme d'automutilation, dans laquelle l'entreprise sacrifie ses capacités de renouvellement pour maximiser son attractivité financière. Les projets sont sélectionnés non selon leur potentiel de transformation ou d'innovation, mais selon leur contribution immédiate aux ratios financiers suivis par les marchés (Rentabilité des capitaux propres, Bénéfice par action, rendement total pour l'actionnaire, etc.). Ce biais d'évaluation introduit une préférence structurelle pour des opérations à effet de levier élevé, souvent au détriment de la soutenabilité. La financiarisation transforme ainsi le cycle de reproduction du capital. Alors que celui-ci reposait historiquement sur la rétention et la réaffectation des profits, il fonctionne désormais selon une logique de circulation rapide, de conversion des actifs en rendements, sans nécessairement passer par la sphère productive.

Transformations du management

Avec l'analyse vue auparavant sur les actionnaires, on remarque donc qu'au cœur de cette mutation se trouve une recomposition profonde de la direction. Elle est constituée du conseil d'administration et d'une assemblée d'actionnaires, où le pouvoir décisionnel est recentré autour de la logique actionnariale et du pilotage par les indicateurs financiers. Ce phénomène est théorisé dès les années 1980 par la théorie de l'agence, qui considère les dirigeants comme des agents potentiellement déviants, dont il conviendrait d'aligner les intérêts sur ceux des propriétaires. Jensen et Meckling (1976) formalisent cette tension entre managers et actionnaires en montrant que la dispersion de la propriété entraîne une déresponsabilisation des gestionnaires. Dans le paradigme financiarisé, la gouvernance doit donc être réformée pour instaurer un contrôle étroit des dirigeants par les actionnaires.

Concrètement, cela se traduit par une transformation des outils incitatifs. Les rémunérations des dirigeants sont de plus en plus indexées sur des variables de performance boursière (stock-options, bonus liés au rendement actionnarial), au détriment des objectifs opérationnels ou industriels. Cette évolution favorise un comportement managérial orienté vers la maximisation du cours de l'action à court terme, même si cela implique des décisions destructrices sur le long

terme (Froud et al., 2006 ; Orléan, 2004). La composition des conseils d'administration évolue également ; on observe une montée en puissance des administrateurs "indépendants" représentant les grands fonds institutionnels, souvent issus du monde de la finance. Cette financiarisation des organes de gouvernance a pour effet d'introduire des logiques de marché à l'intérieur même de l'entreprise. Cette recomposition du pouvoir organisationnel se double d'un affaiblissement des contre-pouvoirs internes. La voix des salariés dans les instances décisionnelles est marginalisée, et les syndicats sont fréquemment exclus des négociations stratégiques. L'espace de la décision est recentré sur une coalition actionnariale réduite, dans une dynamique que Godechot (2011) qualifie d'"expropriation managériale" : les dirigeants eux-mêmes sont reformatés pour servir une logique d'optimisation financière.

Penrose en 1959, avait déjà théorisé cette transformation mais dans un cadre plus large qui est la logique néoclassique. En effet, le principe de maximisation des profits crée une contradiction entre le propriétaire (l'actionnaire dans notre cas) et le dirigeant ou directeur (le manager).

Se trouve désormais la question de la redistribution de la valeur au sein de l'entreprise. En favorisant l'orientation exclusive vers les intérêts actionnariaux, le régime financiarisé a entraîné un recul marqué de la répartition des gains. Ce mouvement est désigné par Godechot (2011) comme une véritable expropriation salariale, où les détenteurs du capital s'approprient une part croissante des fruits de l'activité économique au détriment de ceux qui y contribuent par leur travail. Cette reconfiguration est d'abord observable sur le plan des rémunérations. Plusieurs travaux empiriques montrent une déconnexion croissante entre productivité et salaires dans les grandes firmes cotées, en particulier dans les pays anglo-saxons. Alors que les gains de productivité ont continué à progresser, la part de la valeur ajoutée allouée aux salaires a stagné, voire reculé. Les écarts de rémunération se sont accentués entre dirigeants, souvent gratifiés en actions, et salariés ordinaires, soumis à des dispositifs de flexibilité ou de performance individualisée. La financiarisation a également affecté l'investissement dans le capital humain. Elle a entraîné un sous-investissement en formation, en conditions de travail ou en sécurisation des parcours professionnels. Pourtant, cette réduction des charges salariales n'est pas nécessairement corrélée à une amélioration de la compétitivité ou de l'innovation. Au contraire, elle affaiblit la capacité de l'entreprise à mobiliser ses ressources internes pour développer des projets de long terme. Dans cette perspective, la financiarisation participe à une érosion de la base productive, en sacrifiant les dynamiques d'apprentissage organisationnel au profit de gains financiers immédiats (Lazonick, 2010).

Enfin, cette marginalisation du travail dans la création de valeur s'accompagne d'une invisibilisation des conflits. Les instruments de mesure et de pilotage sont calibrés pour refléter la rentabilité financière, non les tensions sociales, les coûts humains ou les effets indirects sur les territoires. Orléan (1999) insiste sur ce point. Pour lui, la finance n'évalue pas la performance en termes de cohésion sociale ou de durabilité industrielle, mais en termes de rendement monétaire. Cela crée une asymétrie fondamentale dans la prise en compte des intérêts en présence. En définitive, la financiarisation contribue à reconfigurer les rapports sociaux dans l'entreprise, en instituant une hiérarchie normative où le capital est légitime à exiger des droits sans assumer les responsabilités sociales qui y étaient historiquement associées.

Croisements des modèles

De nombreux travaux soulignent l'instabilité structurelle d'un modèle orienté vers la maximisation du rendement actionnarial, tout en négligeant la soutenabilité industrielle et sociale à long terme (Froud et al., 2006 ; Boyer, 2000). La première réside dans la fragilité macroéconomique induite. Le désengagement productif, la compression des salaires et la montée des inégalités freinent la demande globale et fragilisent les débouchés économiques. Les entreprises financiarisées génèrent des rendements élevés à court terme, mais participent à l'érosion des conditions de leur propre reproduction à moyen terme (Lazonick, 2014). La croissance est donc inégale, polarisée, et dépendante d'effets de levier instables. En parallèle, les pratiques de redistribution financière (dividendes) montrent leurs limites en termes d'efficacité. Des études empiriques mettent en évidence l'épuisement progressif de ces leviers sur la performance boursière, leur caractère autoréférentiel et leur déconnexion des fondamentaux industriels (Froud et Williams, 2007).

Cette crise de légitimité est renforcée par les pressions sociétales. Les exigences en matière de responsabilité sociale, de transition énergétique ou de gouvernance éthique contraignent les entreprises à réintégrer des objectifs non financiers dans leur stratégie. Cela suscite des tensions entre les impératifs d'une rentabilité immédiate et ceux, plus systémiques, de résilience collective. On assiste ainsi à l'émergence de contre-modèles (entreprises à mission, ESG, capitalisme responsable), dont la portée réelle reste encore incertaine mais qui témoignent d'un espace de bifurcation possible. Enfin, la financiarisation n'évolue pas dans un vide institutionnel. Les cadres nationaux, les configurations sectorielles peuvent offrir des points de résistance ou d'adaptation. En Allemagne, par exemple, la cogestion et la présence syndicale dans les conseils d'administration ont longtemps freiné la diffusion de la logique purement

actionnariale. De même, certaines industries à haute intensité technologique conservent des logiques de long terme, incompatibles avec le court-termisme imposé par les marchés (Boyer, 2006).

Cette section clôture l'étude sur les entreprises cotées, le concept de financiarisation a bien été établi ainsi que les effets sur les grandes firmes. Pour le bien de ce mémoire, il convient de se pencher désormais sur les entreprises non cotées.

Spécificités des entreprises non cotées

Financiarisation indirecte

La grande différence entre une entreprise cotée et une entreprise non cotée est par définition, le fait que l'une soit soumise directement aux pressions financières de par sa nature intrinsèque. Si l'une affronte ses pressions directement, l'autre par dualité doit les affronter indirectement, et effectivement, l'une des manifestations les plus puissantes de cette financiarisation indirecte réside dans l'évolution du rôle des banques. Historiquement, les banques constituaient un partenaire relativement stable du financement des entreprises non cotées, notamment des petites et moyennes entreprises (PME). Mais la mutation du secteur bancaire (soumis lui-même à la logique de rentabilité des fonds propres et à une régulation prudentielle plus stricte), a modifié cette relation. Désormais, l'accès au crédit est conditionné à des critères de performance financière.

Cette reconfiguration s'accompagne d'une transmission implicite des normes de la finance de marché. Même en l'absence de cotation, les entreprises non cotées doivent produire des rapports financiers alignés sur les standards comptables des Normes Internationales d'Information Financière (IFRS)⁸, structurer leur gouvernance selon des principes de transparence, voire adopter des instruments issus du monde coté (plans d'intéressement, stock-options, évaluations en valeur de marché). On remarque alors une forme de mimétisme, les formes extérieures du capitalisme financiarisé s'imposent même là où les firmes conservent une structure de propriété fermée. Ce phénomène est renforcé par la dépendance croissante à des donneurs d'ordres cotés, qui imposent en cascade des objectifs de productivité et des règles de gestion financière. Les petites et moyennes entreprises, notamment sous-traitantes ou

⁸ Traduit de l'anglais : *International Financial Reporting Standards*. Ensemble de règles comptables internationales édictées par l'IASB (*International Accounting Standards Board*).

intégrées dans des chaînes de valeur mondialisées, se trouvent contraintes d'absorber les exigences financières de leurs clients sans disposer des leviers pour les infléchir. Cela génère une forme de subordination invisible mais structurelle, qui alimente leur exposition aux cycles économiques, sans mutualisation du risque. L'enjeu ne tient donc à la manière dont la logique de la rentabilité financière redéfinit les normes de gestion et les rapports de pouvoir au sein de l'entreprise. Comme le souligne Penrose dans son ouvrage en 1959⁹, la croissance d'une entreprise dépend moins de sa taille que de la manière dont elle organise et mobilise ses ressources internes. Or, sous l'effet de la financiarisation, ces ressources sont de plus en plus contraintes par des impératifs de rendement, au détriment d'un apprentissage organisationnel cumulatif. Le "manque de ressources"¹⁰ identifiées par Penrose comme le socle des initiatives de croissance sont désormais considérées comme une chose à éliminer. De surcroît, les entreprises non cotées sont souvent familiales ou dirigées par leurs fondateurs, restent attachées à des logiques d'autonomie stratégique de temps long. L'introduction progressive de ces standards peut ainsi générer des conflits endogènes et exogènes.

Diversité

Intéressons-nous à l'univers des entreprises non cotées. En peu de temps, on s'aperçoit qu'il est tout sauf homogène. Il regroupe une variété d'entités très différenciées : des petites entreprises familiales aux start-ups fortement capitalisées, des filiales de grands groupes aux entreprises intermédiaires. Or, cette diversité nous aide à comprendre les modes différenciés de réception et d'absorption des logiques financières dans les pratiques managériales. La financiarisation ne s'y impose ni de manière linéaire ni univoque, mais selon des formes composites. Le capital-investissement en particulier, semble important. En ciblant principalement des entreprises non cotées, souvent à fort potentiel de transformation, les fonds de capital-investissement introduisent dans ces firmes des exigences issues du monde coté. La pratique des rachats par effet de levier (LBO)¹¹ en est emblématique en recomposant la structure de propriété autour d'un objectif de valorisation rapide, en imposant aux dirigeants des mécanismes incitatifs alignés sur la sortie du fonds (revente, introduction en bourse, rachat

⁹ Titre de l'ouvrage : *The Theory of the Growth of the Firm* (Penrose, 1959)

¹⁰ Traduction de l'anglais : *Slack resource*.

¹¹ Traduction de l'anglais : *Leverage buyout* (LBO). Opération financière consistant à racheter une entreprise en s'endettant massivement, en utilisant les actifs de la cible comme garantie, et en remboursant la dette grâce aux futurs flux de trésorerie de cette même entreprise.

secondaire). Cette forme de financiarisation par acquisition impose des règles de gouvernance strictes.

Pourtant, tous les types d'entreprises non cotées ne réagissent pas de la même manière à ce nouveau régime. Les entreprises familiales, par exemple, tendent à résister à la logique de cession rapide en faveur d'une transmission générationnelle et d'une vision de long terme. Elles peuvent certes recourir au capital-investissement, mais dans une logique de partenariat limité, sans abandon de contrôle. À l'opposé, les start-ups issues de l'économie numérique sont souvent construites dès l'origine selon les normes de la valorisation financière. Leur trajectoire est pensée comme une succession de levées de fonds, dont chacune constitue à la fois une épreuve de légitimation et un mécanisme de sélection. C'est un modèle économique qui a pour but de se faire financer et d'entrer dans une logique purement financière. Cela repose sur la construction d'une narration auprès des investisseurs, plus que sur des résultats comptables immédiats. Un troisième cas est celui des divisions de groupes industriels cédées à des investisseurs privés. Ces entreprises disposent souvent d'actifs productifs solides, mais peinent à trouver une autonomie stratégique post-cession. Leur management est alors confronté à rationaliser l'héritage industriel tout en répondant aux exigences de performance financière de leurs nouveaux actionnaires. C'est dans ce contexte que s'observe fréquemment une tension entre les compétences de gestion interne et la logique imposée par les détenteurs de capitaux.

Dans chacun de ces cas, le passage de la propriété au management prend une dimension particulière. Ce n'est plus simplement le "propriétaire-dirigeant" qui oriente l'accumulation, mais un corps managérial encadré par des investisseurs extérieurs, souvent anonymes. Le rôle stratégique du management, chez Penrose, consistait à coordonner et exploiter des ressources internes en vue d'une expansion cohérente (Penrose, 1959). Dans le contexte financiarisé, il est souvent réduit à arbitrer entre des contraintes financières externes, sans disposer de marge d'action équivalente.

Canaux de transmission de la financiarisation vers les entreprises non cotées

Contraintes financières

Plusieurs contributions insistent sur la manière dont les banques, par l'intermédiaire de leurs grilles de notation internes ou des standards publics (cotation Banque de France, référentiels prudentiels européens), imposent des contraintes aux entreprises non cotées. D'après le rapport de l'Observatoire du financement des entreprises publié en 2021, l'exigence de fonds propres devient une norme d'éligibilité dictée par l'environnement bancaire. Cette norme agit comme une injonction silencieuse à adopter une structure de capital conforme aux attentes du secteur financier, quel que soit le modèle économique propre à l'entreprise. La logique prudentielle prend alors le pas sur les logiques industrielles. Or, comme le souligne Eve Chiapello (2017), cette intrusion du langage financier dans les dispositifs de soutien public transforme l'action publique en vecteur de transmission des standards du capital. À cela s'ajoute la prolifération de nouveaux outils (prêts participatifs Relance, obligations subordonnées, quasi-fonds propres) qui, sous couvert de renforcer les bilans des entreprises, en modifient radicalement la grammaire financière. L'enjeu n'est plus seulement d'obtenir un financement, mais de prouver une capacité anticipée de retour sur investissement conforme aux grilles d'analyse exogènes. Ces instruments, s'ils permettent un élargissement formel de l'accès au crédit, introduisent aussi un surcroît de conditionnalité. D'abord, ils ne sont accordés qu'aux entreprises jugées "saines avec perspectives de croissance rentable" (Observatoire, 2021). Cette sélectivité constitue en réalité un filtre où seules les entreprises acceptant d'entrer dans le jeu des évaluations standardisées peuvent accéder à ces ressources. C'est une forme de financiarisation indirecte mais efficace, qui agit par capillarité sur les comportements gestionnaires.

L'endettement lui-même, dans ce contexte, cesse d'être un simple levier financier pour devenir un mécanisme de discipline. Plusieurs études, notamment celles de Froud et Williams (2007), ou encore Appelbaum et Batt (2013), documentent le rôle structurant du "private equity" dans l'imposition d'une logique d'endettement aux entreprises non cotées. Le levier de la dette est ainsi mobilisé non pour croître, mais pour extraire. Les données empiriques confirment l'ampleur de cette dynamique. En Europe, la dette des entreprises non financières est passée de 60 % du PIB en 1999 à 80 % en 2008 (Watt et Galgóczi, 2009), tandis que les entreprises non cotées rachetées par des fonds de capital-investissement subissent une augmentation moyenne de leur ratio dette / capitaux propres de 200 à 300 % (Appelbaum et al., 2013). Ces chiffres ne sont pas anecdotiques. On observe donc une traduction de mutation du financement

vers une logique d'endettement programmé, dans laquelle le remboursement devient une priorité supérieure à l'investissement. Cette pression, contraint les firmes à réallouer ses ressources. Enfin, un point souvent sous-estimé mérite d'être mis plus en avant. Il faut remarquer la façon dont les dispositifs publics de soutien (Bpifrance, Label Relance) s'alignent eux-mêmes à cette logique. Comme le montre le rapport de la Banque de France, les critères d'éligibilité à ces dispositifs intègrent systématiquement des indicateurs financiers issus du champ boursier (rentabilité des capitaux propres, excédent brut d'exploitation, projection de croissance rentable). En fait, pour être aidée, une entreprise doit se rendre visible aux yeux des financeurs selon leurs propres interprétations. Ce qui était censé diversifier les sources de financement devient un canal supplémentaire de la financiarisation.

En somme, le crédit, la dette, les dispositifs publics, les instruments financiers, tous concourent à imposer des formes d'évaluation, qui réécrivent le projet d'entreprise. C'est le canal le plus difficile à déconstruire, car il ne se présente jamais comme une doctrine, mais comme une norme de gestion.

Pour comprendre la financiarisation au sein des entreprises non cotées, il faut se tourner, intuitivement, sur ceux qui dirigent ces firmes, ceux-ci ont les clés en main et peuvent arbitrer ou du moins aller à l'encontre des logiques imposées. Or le processus de passage des grades se réalise "bien" si et seulement si l'individu répond convenablement à l'offre qu'on lui propose. Des profils compatibles avec la grammaire financière contemporaine accèdent plus facilement aux postes à haute responsabilité. Les travaux de Godechot (2015) ont montré que la financiarisation agit par déplacement des centres de pouvoir. Celle-ci opère non seulement par les marchés, mais aussi par la prise de contrôle des postes stratégiques dans les entreprises. Ce déplacement s'accompagne d'un réagencement des critères de légitimité. Les formations orientées vers le contrôle de gestion, la finance d'entreprise et même de marché se substituent progressivement aux entrepreneurs industriels. Si l'on pousse la réflexion, les sortants d'écoles de commerce ou d'ingénieurs spécialisés dans le domaine financier ont un accès plus direct aux hauts postes dans les entreprises qu'ils convoitent, car les entreprises attendent des profils comme les leurs. Dans le même temps, les cabinets de conseil, les fonds d'investissement ou les chasseurs de tête participent à la sélection de dirigeants jugés compatibles avec les objectifs des actionnaires, bien qu'extérieurs à la culture de l'entreprise. Ce processus transforme profondément la nature des décisions managériales. L'entreprise est de plus en plus gouvernée comme un portefeuille d'actifs, où la trésorerie actualisée ou le retour sur capital, prime sur toute autre forme d'évaluation. Barthélémy et al. (2018) montrent que les dirigeants issus de la banque ont une propension deux fois plus élevée à institutionnaliser le contrôle de gestion

comme outil central de pilotage. Au-delà des structures de l'entreprise qui changent, le plus étonnant est que les catégories de pensée se transforment d'autant plus.

Effets de réseau

L'une des modalités les plus puissantes de diffusion de la logique financière dans les entreprises non cotées se fait par les relations contractuelles qui lient ces entreprises à des groupes cotés. Entre autres, les affiliations. L'entreprise non cotée devient le prolongement opérationnel d'une entité soumise, elle, à la pression des marchés financiers. Par effet de cascade, les contraintes boursières sont projetées en aval sur l'ensemble de la chaîne de valeur, créant un phénomène de financiarisation induite, dans lequel les firmes non cotées sont contraintes d'adopter des pratiques, des standards, voire des temporalités qui leur sont fondamentalement étrangères. On peut se poser la question du fait que n'importe quelle entreprise appartient à une chaîne de valeur, et est donc implicitement liée (de près ou de loin), à un grand groupe.

Les travaux regroupés dans le rapport de Chambost, Tadjeddine et Vincensini (2021)¹² soulignent que de nombreuses PME sous-traitantes de grands groupes cotés sont soumises à une triple pression : réduction des coûts unitaires, compression des délais, et adoption de standards des rapports. Dans cette configuration, la PME devient l'espace d'absorption des tensions actionnariales qui s'exercent en amont. La logique d'externalisation productiviste, déjà documentée depuis les années 1980, prend ici une nouvelle dimension. L'incertitude sur les commandes, les contraintes de trésorerie ou les exigences de rentabilité sont transférées vers les maillons les plus faibles de la chaîne. Dans ce contexte, la stabilité du donneur d'ordre devient la variable stratégique principale pour le sous-traitant, reléguant les logiques d'investissement de moyen terme au second plan. L'entreprise non cotée se voit ainsi contrainte de reformuler ses arbitrages selon des critères qui ne lui appartiennent pas. Cette configuration induit également une standardisation implicite des pratiques de gestion. L'alignement stratégique ne concerne pas seulement les objectifs commerciaux, mais également les instruments mobilisés pour les atteindre. Les systèmes de gestion intégrés, les référentiels qualité, les indicateurs de performance, les outils de prévision budgétaire sont souvent imposés par les grands groupes comme conditions d'éligibilité au partenariat. L'entreprise non cotée est alors conduite à modifier ses propres dispositifs internes, non pour répondre à ses besoins spécifiques, mais pour devenir conforme et pilotable par son partenaire dominant. Ce

¹² Ouvrage : *Empreintes et emprises de la financiarisation*. Chambost, Tadjeddine et Vincensini (2021)

phénomène produit un effet de mimétisme. Les travaux de Froud et al. (2006) permettent de théoriser ce mécanisme sous l'angle de la "performance proxy" : les sous-traitants sont évalués sur leur capacité à maintenir la performance globale du groupe tel que perçue par les marchés. Ce déplacement de la valeur vers des indicateurs agrégés transforme les rapports interentreprises en chaînes de transmission d'injonctions financières. Le lien contractuel devient un vecteur de diffusion de rationalités comptables, où le partenaire non coté, pour conserver son lien commercial, doit adapter ses structures internes aux exigences d'un pilotage qui le dépasse.

Les données empiriques confirment la portée de ces dynamiques. Le rapport de la Banque de France (2021) note que près de 60 % des PME sous-traitantes de grands groupes cotés ont adopté des outils de contrôle de gestion issus des standards de leur donneur d'ordre, et que dans plus d'un tiers des cas, cela s'est accompagné d'une révision à la baisse des investissements productifs de long terme. Mais la diffusion ne passe pas uniquement par les relations commerciales, elle opère également par les structures de groupe, via les filiales, les participations et les holdings. Dans les configurations où une entreprise non cotée est détenue partiellement ou majoritairement par une société cotée, la gouvernance est directement influencée par la politique du groupe, c'est logique. La PME perd alors son autonomie d'allocation : elle devient un centre de profit délégué, gouverné à distance selon des indicateurs unifiés.

Enfin, certains auteurs évoquent la montée de ce qu'on pourrait appeler un espace institutionnel financiarisé au sein des secteurs industriels, dans lequel les normes de rentabilité, de structuration financière, et de gouvernance deviennent des prérequis d'accès à certains marchés. L'entreprise non cotée, même en l'absence de liens formels avec un groupe coté, est amenée à anticiper les attentes implicites de ses partenaires, de ses clients ou de ses financeurs, dans un environnement où la conformité financière devient un marqueur de crédibilité.

Régimes de performance

C'est ici que la financiarisation devient langage, réflexe, habitus... Le premier vecteur de ce processus est la transformation des instruments de pilotage. Les indicateurs tels que l'EVA (Economic Value Added), le ROCE (Return on Capital Employed) ou le TSR (Total Shareholder Return), initialement développés dans les cercles restreints de consultants, ont progressivement été intégrés dans les systèmes de gestion quotidiens des entreprises. Leur diffusion s'est faite par les manuels de gestion, les tableaux de bord inter-entreprises et les

standards imposés par les banques ou les partenaires publics. Ce processus, que Lordon (2008) qualifie de “naturalisation” des outils financiers, conduit à une situation où les normes d’évaluation issues des marchés deviennent l’axiome du pilotage des organisations. Cette hégémonie de l’indicateur transforme les priorités internes. Les systèmes de primes, d’évaluation individuelle, de budget, et même de reconnaissance symbolique sont reconfigurés autour de la rentabilité du capital employé, de la performance trimestrielle. Dans ce contexte, la stratégie est conditionnée par ce qui peut être mesuré en valeur actualisée. L’entreprise devient un dispositif de production de chiffres, où l’excellence est redéfinie selon des critères abstraits, parfois en contradiction avec les réalités.

Les travaux d’Alvehus et Spicer (2012), portant sur les cabinets de services professionnels, montrent la manière dont le temps de travail lui-même devient un objet de valorisation financière. Le modèle des heures facturables, adopté même par des entreprises non cotées, conduit les employés à se percevoir comme des investisseurs de leur propre temps. Chaque tâche est convertie en unité de facturation, chaque activité évaluée selon son rendement potentiel. Le taux d’utilisation devient un indicateur de performance individuelle, imposant une discipline comportementale alignée sur les logiques d’optimisation financière. Les entretiens réalisés dans ces organisations révèlent une intériorisation profonde de ces normes. Les employés internalisent les outils, ils adaptent leur comportement, parfois jusqu’à tricher sur les heures déclarées, pour maximiser leur unité de facturation. Cette étude démontre quelque chose grave, car une autosurveillance marque une rupture dans la nature même du rapport au travail. Il ne s’agit plus de produire, de créer, ou de résoudre ; il s’agit d’optimiser, pour augmenter la soi-disant productivité. Comme le montre Lordon (2008), les entreprises sont de plus en plus pilotées comme si elles étaient cotées, en anticipation d’une future valorisation, ou pour répondre aux exigences d’acteurs intermédiaires (fonds, banques, cabinets) qui appliquent les mêmes grilles d’analyse.

Mais au-delà des dispositifs et des pratiques, c’est un changement anthropologique qui s’opère. L’entreprise devient un espace d’alignement normatif autour d’un seul critère : la rentabilité du capital. Les décisions d’innovation, d’investissement, de formation ou de recrutement sont réévaluées à l’aune de leur retour sur investissement prévu.

Résultats et controverses

À l'issue de cette *Revue de littérature*, un constat s'impose : la financiarisation constitue un principe structurant des transformations contemporaines de l'entreprise. Si le phénomène s'est d'abord manifesté dans les grandes firmes soumises à la pression des marchés financiers, il s'est progressivement diffusé vers l'ensemble du tissu productif, y compris au sein des entreprises non cotées, selon des modalités plus insidieuses.

Les résultats empiriques présentent une montée en puissance de la logique financière, se traduisant par un infléchissement profond des arbitrages stratégiques. L'investissement productif, l'innovation de long terme, et les logiques d'apprentissage collectif ont été supplantés par des mécanismes de valorisation de court terme, fondés sur la compression des coûts, la maximisation de ratios de rentabilité et l'extraction de liquidités. Cette dynamique n'est pas marginale, au contraire elle est pleinement intégrée. Cela a pour répercussion la reconfiguration des cycles d'accumulation, la transformation de la gouvernance, la fragilisation de l'emploi ainsi que la réorientation des ressources vers des usages de nature essentiellement comptable. Pour autant, la financiarisation n'opère pas de manière homogène. La littérature souligne des divergences d'effets selon les secteurs, la nation, et les trajectoires organisationnelles. Dans les entreprises non cotées, la logique financière s'infiltré par des canaux indirects : transformation des dispositifs publics de soutien, exigences des partenaires bancaires, pression des chaînes de valeur, mimétisme des outils de gestion, profilage des élites managériales. Cette financiarisation restructure les comportements, reconfigure les instruments d'évaluation, et modifie en profondeur les représentations de la performance. Mais cette diffusion ne se fait pas sans résistance. Les entreprises familiales à gouvernance stable, les logiques d'ancrage territorial, les choix managériaux orientés vers la soutenabilité, voire tentatives d'hybridation entre impératifs financiers et projets industriels, révèlent d'une lecture hétérogène. Ces cas ne permettent pas de nier la puissance du phénomène, mais ils montrent qu'il existe des marges d'autonomie relative.

Les divergences théoriques qui traversent la littérature ne doivent pas être vues comme un problème ou un manque de rigueur. Elles montrent que la financiarisation est un phénomène complexe, qui ne se réduit ni à une seule définition ni à une lecture univoque. Sa compréhension demande de croiser plusieurs regards (institutionnels, sectoriels, organisationnels et discursifs). Certains auteurs y voient un processus d'optimisation, d'autres une logique d'extraction. Ces positions ne s'excluent pas, elles dessinent le cadre dans lequel ce mémoire s'inscrit, avec l'objectif de comprendre les effets spécifiques de la financiarisation sur des entreprises encore

peu étudiées. Cela dit, il faut rester vigilant. Une grande partie des textes utilisés dans ce travail adopte une posture critique, souvent ancrée dans des traditions institutionnalistes ou régulationnistes. Cela permet de bien montrer les risques liés à la financiarisation, mais elle peut parfois négliger les stratégies d'adaptation, les logiques internes de sélection ou les cas d'appropriation réussie. À force de pointer les dérives, on risque de passer à côté de certaines dynamiques concrètes, qui ne se laissent pas réduire à un modèle unique. Il devient alors difficile de voir ce que les entreprises font réellement avec ces normes financières, et dans quelles limites elles les reprennent ou les contournent.

Pour conclure, il faut garder à l'esprit que cette *Revue de littérature* (compte tenu de l'intégralité des papiers récoltés), reste tournée vers une approche hétérodoxe, c'est-à-dire assez critique vis-à-vis de la financiarisation. Je tiens à dire que je retranscris les idées de la recherche, que cette recherche ouvre la porte de mon mémoire et pose le cadre théorique pour la suite.

MÉTHODOLOGIE

Objectif

La revue de littérature, réalisée en amont, a permis de poser les bases conceptuelles du phénomène de financiarisation, d'en analyser les effets sur les grandes entreprises cotées mais aussi sur les entreprises non cotées. En revanche, malgré l'existence de travaux, notamment sur les effets du private equity, les données empiriques directes concernant les entreprises non cotées restent rares, surtout pour les firmes françaises. Ce constat justifie pleinement la réalisation d'un travail de recherche. L'objectif est de comprendre, comment et dans quelle mesure la financiarisation influence la stratégie, la gouvernance, les arbitrages d'investissement et la création de valeur dans les entreprises non cotées françaises. Plus précisément, il s'agit de déterminer si ces entreprises sont affectées par les normes de rentabilité financière (les mécanismes d'endettement ou les référentiels gestionnaires issus de l'univers financier), et quelles sont les conséquences concrètes de cette influence sur leur fonctionnement. L'étude vise ainsi à spécifier si l'on assiste, au sein de ces structures a priori moins soumises à la pression des marchés, à une réorientation de la gestion vers des objectifs de rentabilité financière et de valorisation patrimoniale, au détriment de logiques productives de long terme. L'objectif final est de mieux comprendre les effets de cette dynamique sur le tissu productif français, tant du point de vue des capacités d'investissement et d'innovation que de celui de la pérennité des entreprises. La question centrale qui structure l'ensemble de ce travail peut être formulée ainsi : comment la financiarisation influence-t-elle la stratégie ainsi que la création de valeur des entreprises non cotées françaises ? Elle reste assez similaire à la problématique, mais est dispatchée en trois sous-questions de recherche. La première interroge la nature des mécanismes de financiarisation présents dans les entreprises non cotées, suivie d'une deuxième portant sur l'impact de ces logiques sur les choix d'investissement et les orientations en matière d'innovation. La troisième examine les effets à plus long terme sur la croissance, la solidité structurelle et la pérennité économique de ces entreprises. Ces trois questions sont directement liées aux hypothèses qui traduisent et structurent l'ensemble du travail mené.

Voici l'ensemble des hypothèses :

La première hypothèse porte sur les mécanismes de financiarisation à l'œuvre dans ces entreprises. Elle repose sur l'idée que le degré d'exposition aux acteurs financiers, notamment à travers la structure capitaliste, influence directement l'intensité des logiques financières présentes dans les décisions de gestion. Plus l'entreprise est insérée dans des circuits de financement externes, plus elle serait contrainte par des normes de rentabilité, des indicateurs financiers, ou des arbitrages de court terme. L'hypothèse nulle ($H0$) postule l'absence de lien entre exposition financière et intensité des logiques financières. L'hypothèse alternative ($H1$) postule une corrélation significative entre les deux. La deuxième hypothèse examine l'impact de ces logiques sur les choix d'investissement. Elle part du postulat que les normes financières, lorsqu'elles deviennent dominantes, modifient les priorités d'investissement des entreprises, les incitant à sacrifier certains projets de long terme pour préserver la rentabilité immédiate. $H0$ suppose l'absence de lien entre financiarisation et arbitrages court/long terme. $H1$ défend l'idée d'un effet observable sur les décisions d'investissement et potentiellement sur l'innovation. La troisième hypothèse interroge la nature de la valeur créée par ces entreprises. Elle considère que la financiarisation peut entraîner un déplacement du centre de gravité stratégique, orientant l'entreprise vers des logiques de valorisation (image financière, attractivité capitaliste) au détriment de la création de valeur productive. $H0$ nie ce déplacement, $H1$ affirme qu'une orientation forte vers la valorisation financière modifie la répartition des ressources et le rôle assigné aux profits.

Pour répondre à ces questions de recherche ainsi qu'à ces hypothèses, la méthode de recherche mixte a été retenue, combinant une approche quantitative et qualitative. L'approche quantitative d'abord, reposant sur un questionnaire, vise à recueillir des données sur les entreprises non cotées et voir si elles concordent avec les hypothèses définies au préalable. Ensuite, l'approche qualitative, est constituée par des entretiens avec des dirigeants ou cadres, pour comprendre plus en profondeur l'impact de la financiarisation sur leur structure (ne pouvant être saisies par les seules données chiffrées du questionnaire).

Section quantitative

Si l'on se penche sur le questionnaire, deux grandes parties s'offrent à nous, la création puis la diffusion, de même pour les entretiens. Voyons donc la construction de ce questionnaire et ce qui en découle. Tout d'abord, il est développé en quatre parties. La première partie concerne la structure de propriété de l'entreprise, en distinguant les firmes indépendantes, celles ayant des investisseurs minoritaires, et celles sous contrôle majoritaire d'un investisseur financier. La seconde porte sur les influences extérieures, il s'agissait d'évaluer si les décisions de gestion sont dictées par des attentes externes, notamment celles des banques, investisseurs ou clients. La troisième partie s'intéresse aux arbitrages entre horizon court et long terme, en examinant la fréquence avec laquelle des logiques financières immédiates (rentabilité, trésorerie, équilibre des charges) prennent le pas sur des projets de développement ou d'innovation. Enfin, la quatrième et dernière partie interroge la stratégie de valorisation de l'entreprise : le but étant de savoir si les dirigeants cherchent à maximiser la valorisation financière de leur structure, et dans quelle mesure cela oriente leurs choix.

Tableau 1 : Tableau représentant la structure du questionnaire (questions/réponses)

Numéro	Intitulé de la question	Modalités de réponse possibles
Q1	Quel est le statut actuel de votre entreprise ?	<ul style="list-style-type: none"> - Indépendante - Indépendante avec investisseurs minoritaires - Contrôlée majoritairement par un investisseur financier
Q2	Quels éléments influencent le plus vos décisions de gestion ? (plusieurs réponses possibles)	<ul style="list-style-type: none"> - Équilibre financier (endettement, trésorerie, solvabilité...) - Résultats de l'activité (CA, marge...) - Attentes de financeurs ou associés - Autre
Q3	Avez-vous récemment ajusté certaines décisions en lien avec les attentes d'acteurs extérieurs (banques, investisseurs, clients) ?	<ul style="list-style-type: none"> - Très fortement - Modérément - Faiblement - Pas du tout
Q4	Comment vos bénéfices ont-ils été utilisés en priorité ces dernières années ?	<ul style="list-style-type: none"> - Affectés au remboursement de dettes - Distribués (associés, dirigeants) - Réinvestis dans l'activité - Conservés en trésorerie - Autre
Q5	Aujourd'hui, dans quelle mesure les considérations financières (rentabilité, trésorerie, équilibre des charges) pèsent-elles dans vos décisions de gestion ?	<ul style="list-style-type: none"> - Très fortement - Modérément

		<ul style="list-style-type: none"> - Faiblement - Pas du tout
Q6	Vous est-il arrivé de privilégier des décisions de court terme (maîtrise des coûts, trésorerie...) plutôt que des projets de développement ou d'investissement à long terme ?	<ul style="list-style-type: none"> - Très souvent - Parfois - Rarement - Jamais
Q7	Travaillez-vous à renforcer la valorisation (financière) de votre entreprise ?	<ul style="list-style-type: none"> - Très fortement - Modérément - Faiblement - Pas du tout

Source : établie par l'auteur

Ce tableau présente les diverses questions et réponses affectées au questionnaire.

Pour expliquer la conception puis la diffusion de celui-ci, je vais désormais employer un ton plus explicatif en usant de la première personne du singulier. J'ai donc réalisé le questionnaire naturellement sur *Google Forms*, car la plateforme offre la possibilité de traduire les réponses en graphiques et propose un lien direct vers *Google Sheets* (utile pour la suite). Le formulaire comprend une courte introduction explicitant le cadre académique et anonyme de la recherche pour le lecteur, suivie de sept questions. Pourtant, j'avais pour idée de faire un questionnaire solide de dix questions avec un vocabulaire technique et complexe. Mais après réflexion, je me suis mis à la place du répondant et ai rectifié le questionnaire. En effet, mon intuition me disait que présenter un questionnaire trop académique pourrait potentiellement perdre le lecteur et me faire passer pour un prétentieux aux yeux de celui-ci. Pire encore, peut-être biaiser le questionnaire en induisant à l'erreur la personne interrogée sur certaines questions. J'ai donc préféré simplifier le formulaire allégeant les questions ainsi que le vocabulaire sans renier la rigueur du travail effectué. Ce compromis m'a semblé nécessaire pour recueillir des réponses sincères, pour éviter que certains répondants cherchent à "donner la bonne réponse" plutôt qu'à exprimer librement leur réalité de terrain.

Après avoir terminé les configurations du questionnaire, il restait la chose la plus importante, c'est-à-dire les réponses ! Et pour ce faire, la diffusion. Personnellement, ça a été la partie la plus difficile de ce travail car elle était incertaine et a pris beaucoup de temps. Il fallait d'abord rechercher un maximum d'adresses mail pour envoyer un message type, élaboré au préalable, contenant le lien du questionnaire destiné aux entreprises. L'objectif initial était de recueillir au moins 30 réponses exploitables, seuil considéré comme un minimum pour mener des tests d'hypothèses valides. Plus je dépassais ce seuil, plus ma recherche serait considérée comme statistiquement crédible. Or, j'ai vite compris que la collecte de données serait fastidieuse. Avec l'aide de mon professeur de recherche, j'ai reçu une base contenant plus de 1300 entreprises françaises, employant entre dix et 250 salariés, dans des secteurs variés. Cette base

de données a été une aubaine, car à ce moment-là, je ne voyais pas comment atteindre un nombre suffisant d'entreprises pour garantir un taux de réponse satisfaisant. Avec une hypothèse de réponse de 10 %, soit environ une réponse pour dix envois, cela signifiait qu'il me fallait contacter au minimum 300 entreprises pour espérer 30 réponses. En réalité, 10 % de 1300 donne une cible potentielle de 130 réponses, ce qui aurait permis d'envisager des tests statistiques robustes. Mais il fallait d'abord filtrer. La consigne de mon encadrant était de retirer manuellement les entreprises affiliées à de grands groupes, ainsi que celles du secteur financier, pour lesquelles le questionnaire n'était pas adapté. Ce tri, fait ligne par ligne dans la base de données, a pris du temps mais était nécessaire pour garantir la validité de l'échantillon.

Vint ensuite la deuxième phase, l'envoi d'environ 1200 mails. J'ai vite compris que le faire manuellement serait une perte de temps considérable. Pour contourner cette contrainte, je me suis renseigné et j'ai choisi *Brevo*, une application de marketing relationnel destinée aux PME, parfaitement adaptée à mes besoins. J'ai donc créé un compte, pris le temps d'apprendre à l'utiliser et à configurer les envois groupés. Grâce à la fonctionnalité *campagne*, j'ai pu importer les 1200 contacts, rédiger un mail type et m'envoyer plusieurs tests pour en vérifier le rendu. Après quelques ajustements, j'ai lancé l'envoi. Bien évidemment, *Brevo* limite à 300 mails par jour ; il m'a donc fallu quatre jours pour envoyer l'ensemble. L'application fournit des données de suivi : sur les 1200 mails envoyés, 158 ont été ouverts, soit environ 13,2 %, et seulement huit personnes ont cliqué sur le lien du questionnaire, soit un taux de clics de 0,67 %. Aucune réponse ne m'est parvenue après cette première phase. J'ai rapidement compris que le *mailing* n'était pas la bonne solution, le mieux était de cibler les entreprises. Il fallait donc réagir. J'ai ciblé manuellement les 158 entreprises ayant ouvert le mail, et je les ai relancées personnellement, depuis mon adresse. Cette relance directe a permis de recueillir une vingtaine de réponses. Ensuite, je suis allé chercher d'autres entreprises françaises non cotées disposant d'un contact email accessible sur internet. En leur envoyant le questionnaire de manière ciblée, j'ai réussi à obtenir progressivement de nouvelles réponses, jusqu'à atteindre les 30 réponses attendues. Or, un facteur extérieur (le temps) n'a pas arrangé les choses. En effet, le temps imparti pour finaliser le mémoire touchait à sa fin, et je ne pouvais plus attendre davantage. J'ai donc dû m'arrêter dans la collecte des réponses sans aller jusqu'au bout, sans réellement développer toutes les potentielles réponses pour le test empirique.

Une fois les réponses du questionnaire collectées, il a fallu structurer les données pour qu'elles soient exploitables dans le cadre des tests statistiques. L'ensemble des réponses étaient automatiquement centralisées dans *Google Sheets* via le lien intégré à *Google Forms*. La première étape a donc été de créer trois nouvelles feuilles dédiées, chacune correspondant à

l'une des trois hypothèses de recherche formulées plus tôt. Chacune de ces feuilles isole les colonnes du questionnaire en lien direct avec l'hypothèse considérée. Pour extraire et organiser ces données, j'ai utilisé les fonctions *=FILTER* et *=SI*¹, qui m'ont permis de filtrer les réponses aux questions, tout en maintenant à jour les feuilles au fur et à mesure de la réception des nouvelles réponses. La nature qualitative de plusieurs questions posait néanmoins une contrainte. En effet, beaucoup de modalités étaient textuelles, avec des formulations subjectives ou bien issues de questions à choix multiples. Cela rendait difficile une exploitation directe. Afin de contourner cette difficulté, j'ai regroupé manuellement certaines modalités par catégories analytiques binaires. Pour les questions de type *Pas du tout / Faiblement / Modérément / Très fortement*, j'ai choisi de regrouper *Modérément* et *Très fortement* sous la forme d'une réponse positive (codée 1), et *Faiblement* et *Pas du tout* sous une forme négative (codée 0).

Concernant la question 2 (Quels éléments influencent le plus vos décisions de gestion ?), les réponses possibles étaient *Résultat de l'activité*, *Équilibre financier* et *Attentes des financeurs*. J'ai fait le choix, après analyse sémantique, de regrouper les réponses *Équilibre financier* et *Attentes des financeurs* comme indicateurs d'une logique financière, tandis que *Résultat de l'activité* était considéré comme une réponse non assimilable à une contrainte financière externe. Chaque entreprise s'est vue attribuer une valeur binaire selon les options cochées. De même, pour la question 4 (Comment vos bénéfices ont-ils été utilisés ?), j'ai considéré que les réponses *Affectés au remboursement de dettes* et *Distribués* étaient révélatrices d'une logique de financiarisation, car elles privilégient la restitution de capital et la consolidation bilancielle au détriment de l'investissement productif. Les autres modalités (comme le réinvestissement ou le développement interne) ont été codées 0.

Ce travail de structuration, bien que fastidieux, est indispensable pour garantir la fiabilité et la rigueur des tests d'hypothèses. Voyons désormais la construction des tests d'hypothèses quant aux différentes hypothèses établies au préalable. Cette partie est assez théorique et explique la manière dont on va effectuer les tests dans le chapitre *Résultats*.

¹ Exemple des deux fonctions intégralement écrites sur Google Sheets dans la feuille Hypothèse 1 :

```
=FILTER({'Réponses au formulaire 1'!C2:C \ 'Réponses au formulaire 1'!D2:D \ 'Réponses au formulaire 1'!F2:F} ; NBCAR('Réponses au formulaire 1'!C2:C) ; NBCAR('Réponses au formulaire 1'!D2:D) ; NBCAR('Réponses au formulaire 1'!F2:F))
```

```
=SI(REGEXMATCH(A2;"Équilibre financier");1;0)
```

Lorsqu'on souhaite évaluer si une proportion observée dans un échantillon excède significativement une valeur de référence, il est pertinent d'utiliser un test de proportion unilatéral. Ce type de test permet de statuer, avec un niveau de confiance prédéfini, si la fréquence d'une caractéristique dans la population dépasse un seuil théorique p_0 .

On considère une variable aléatoire X définie sur une population P , avec :

$$X = \begin{cases} 1 & \text{si l'individu possède la propriété visée} \\ 0 & \text{sinon} \end{cases}$$

On suppose que $X \sim \mathcal{B}(p)$, avec $p \in [0, 1]$. Alors :

$$\mathbb{E}(X) = p \quad \text{et} \quad \text{Var}(X) = p(1 - p)$$

Soit un échantillon aléatoire de taille $n : X_1, X_2, \dots, X_n$ supposées indépendantes et identiquement distribuées selon $\mathcal{B}(p)$. On définit l'estimateur fréquentiste de la proportion :

$$\hat{p}_n = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n X_i$$

L'objectif est de tester la validité de l'hypothèse nulle suivante :

$$H_0 : p \leq p_0 \quad \text{contre} \quad H_1 : p > p_0$$

où p_0 est une valeur théorique fixée à l'avance.

Sous H_0 , et en vertu du théorème central limite, on peut approximer la distribution de \hat{p}_n par une loi normale :

$$\hat{p}_n \xrightarrow[n \rightarrow \infty]{\mathcal{L}} \mathcal{N}\left(p, \frac{p(1-p)}{n}\right)$$

Pour construire la statistique de test, on remplace p par p_0 dans l'écart-type, ce qui donne :

$$Z = \frac{\hat{p}_n - p_0}{\sqrt{\frac{p_0(1-p_0)}{n}}}$$

Sous H_0 , la statistique Z suit asymptotiquement une loi normale standard $\mathcal{N}(0, 1)$.

La règle de décision est la suivante : pour un niveau de risque α donné ($\alpha = 5\%$), on rejette H_0 si :

$$Z > z_{1-\alpha}$$

où $z_{1-\alpha}$ désigne le quantile d'ordre $1 - \alpha$ de la loi normale standard. Par exemple, si $\alpha = 5\%$, alors $z_{0,95} \approx 1,645$.

En complément, on peut construire un intervalle de confiance bilatéral au niveau $1 - \alpha$ pour p :

$$IC_{1-\alpha} = \left[\hat{p}_n - z_{1-\alpha/2} \cdot \sqrt{\frac{\hat{p}_n(1-\hat{p}_n)}{n}}, \quad \hat{p}_n + z_{1-\alpha/2} \cdot \sqrt{\frac{\hat{p}_n(1-\hat{p}_n)}{n}} \right]$$

Cette approximation est valide si les conditions suivantes sont satisfaites :

$$np_0 \geq 5 \quad \text{et} \quad n(1-p_0) \geq 5$$

Lorsque ces deux conditions sont remplies, l'utilisation de la loi normale est justifiée.

Tableau 2 : Synthèse des diverses séparations et articulations depuis la question centrale

Question de recherche	Comment la financiarisation influence-t-elle la stratégie ainsi que la création de valeur des entreprises non cotées françaises ?		
Sous-questions de recherche	Quels mécanismes de financiarisation sont présents dans les entreprises non cotées ?	Comment ces mécanismes impactent-ils les arbitrages en matière d'investissement et d'innovation ?	Quelles sont les conséquences de cette financiarisation sur la croissance et la pérennité ?
Questions du questionnaire	<ul style="list-style-type: none"> -Quels éléments influencent le plus vos décisions de gestion ? (Q2) -Avez-vous récemment ajusté certaines décisions en lien avec les attentes d'acteurs extérieurs (banques, investisseurs, clients) ? (Q3) -Aujourd'hui, dans quelle mesure les considérations financières (rentabilité, trésorerie, équilibre des charges) pèsent-elles dans vos décisions de gestion ? (Q5) 	<ul style="list-style-type: none"> -Vous est-il arrivé de privilégier des décisions de court terme (maîtrise des coûts, trésorerie...) plutôt que des projets de développement ou d'investissement à long terme ? (Q6) -Comment vos bénéfices ont-ils été utilisés en priorité ces dernières années ? (Q4) 	<ul style="list-style-type: none"> -Travaillez-vous à renforcer la valorisation (financière) de votre entreprise ? (Q7) -Comment vos bénéfices ont-ils été utilisés en priorité ces dernières années ? (Q4)
Hypothèses générales	<p>H₀ : Les mécanismes de financiarisation ne sont pas présents dans les entreprises non cotées françaises.</p> <p>H₁ : Les mécanismes de financiarisation sont présents de manière significative dans les entreprises non cotées françaises.</p>	<p>H₀ : Les mécanismes de financiarisation n'ont pas d'impact significatif sur les arbitrages entre court terme et investissement.</p> <p>H₁ : Les mécanismes de financiarisation conduisent à privilégier les décisions de court terme au détriment de l'investissement.</p>	<p>H₀ : La financiarisation n'a pas d'effet significatif sur la stratégie de croissance ou la valorisation financière dans les entreprises non cotées.</p> <p>H₁ : La financiarisation influence la stratégie de croissance et incite à valoriser l'entreprise selon des critères financiers.</p>

Source : établi par l'auteur

Ce tableau présente la déclinaison de la question centrale en sous-questions, mobilisant le questionnaire et conduisant à la formulation des hypothèses et à ses formules affectées.

Section qualitative

Comme évoqué auparavant, une analyse empirique se fait en deux parties, la création puis la diffusion. La collecte et l'analyse des données ne sont pas détaillées ici car elles relèvent du chapitre *Résultats*. La partie méthodologique a vocation à expliquer la manière dont les entretiens ont été conçus, justifiés, et mis en œuvre dans le cadre plus large de l'approche mixte. Une fois le questionnaire diffusé et traité, il m'est apparu nécessaire d'approfondir certaines zones d'ombre, ou plutôt certains silences... Car si les réponses obtenues via le questionnaire permettent de tester les hypothèses, elles laissent en suspens la manière dont les dirigeants eux-mêmes construisent leur rapport aux logiques financières.

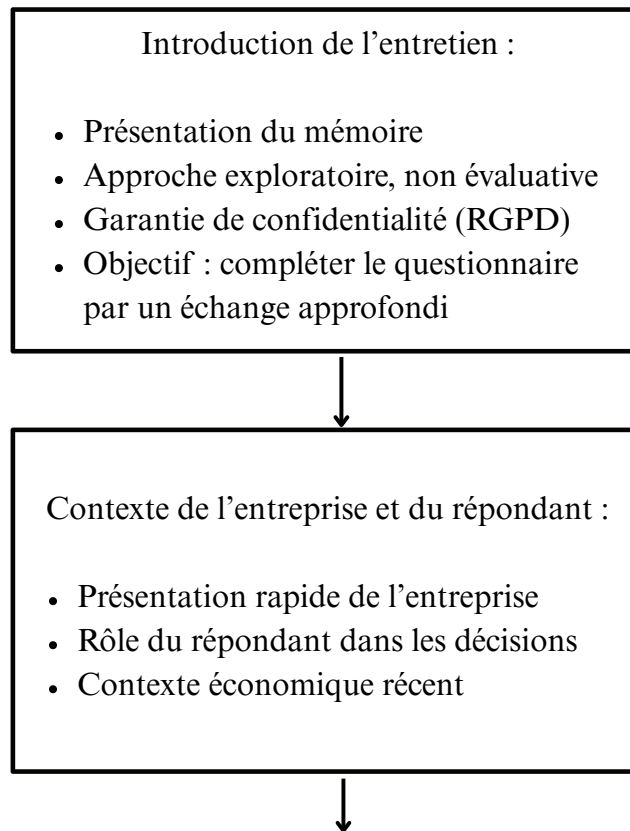
C'est cette part manquante (ce que les chiffres ne peuvent dire) qui justifie pleinement le recours à la méthode de l'entretien semi-directif. Cette technique permet, dans une logique compréhensive, de recueillir la parole des entreprises plus en profondeur. L'entretien semi-directif repose sur une grille thématique évolutive, articulée autour des trois sous-questions de recherche. Rappelons ces sous-questions : Quels mécanismes de financiarisation sont présents dans les entreprises non cotées ? Comment ces mécanismes impactent-ils les arbitrages en matière d'investissement et d'innovation ? Quelles sont les conséquences de cette financiarisation sur la croissance et la pérennité ?

S'agissant de la première sous-question, le questionnaire permet d'identifier les éléments jugés influents dans la gestion. Toutefois, il ne permet pas de comprendre l'origine d'intériorisation dans la gestion quotidienne. Pour la deuxième sous-question, le questionnaire met en évidence certains arbitrages de court terme et des choix de répartition des bénéfices. Mais il ne donne aucun accès aux raisonnements qui président à ces arbitrages, ni aux projets abandonnés, ni aux critères subjectifs utilisés. Enfin, concernant la troisième sous-question, les réponses quantitatives révèlent une orientation vers la valorisation financière, mais ne permettent pas de comprendre ce que les dirigeants entendent réellement par "création de valeur"... L'entretien vient ici combler ce manque en explorant les sous-jacents.

Pour organiser l'entretien, j'ai réalisé un entretien type, avec l'aide notamment de la fiche méthodologique n°3 LIEPP publiée en 2023² sur les entretiens semi-directif, j'ai modifié à mon sens certaines choses pour que ça coordonne avec mon sujet.

² Pin, C. (2023). *L'entretien semi-directif*. LIEPP, Fiche méthodologique n°3.

Figure 1: Structure d'un entretien semi-directif



**Sous-question 1 – Mécanismes de
financiarisation perçus :**

- Avez-vous déjà ressenti que certaines décisions étaient fortement orientées, voire contraintes, par des attentes extérieures (banques, associés, clients, financeurs) ?
- Ces attentes vous semblent-elles aujourd'hui suffisamment installées pour influencer vos choix sans même être formulées explicitement ?
- Qui fixe les objectifs de performance dans votre entreprise ?
- Quels indicateurs utilisez-vous au quotidien pour piloter votre activité, et pensez-vous qu'ils traduisent une priorité accordée à la rentabilité ?

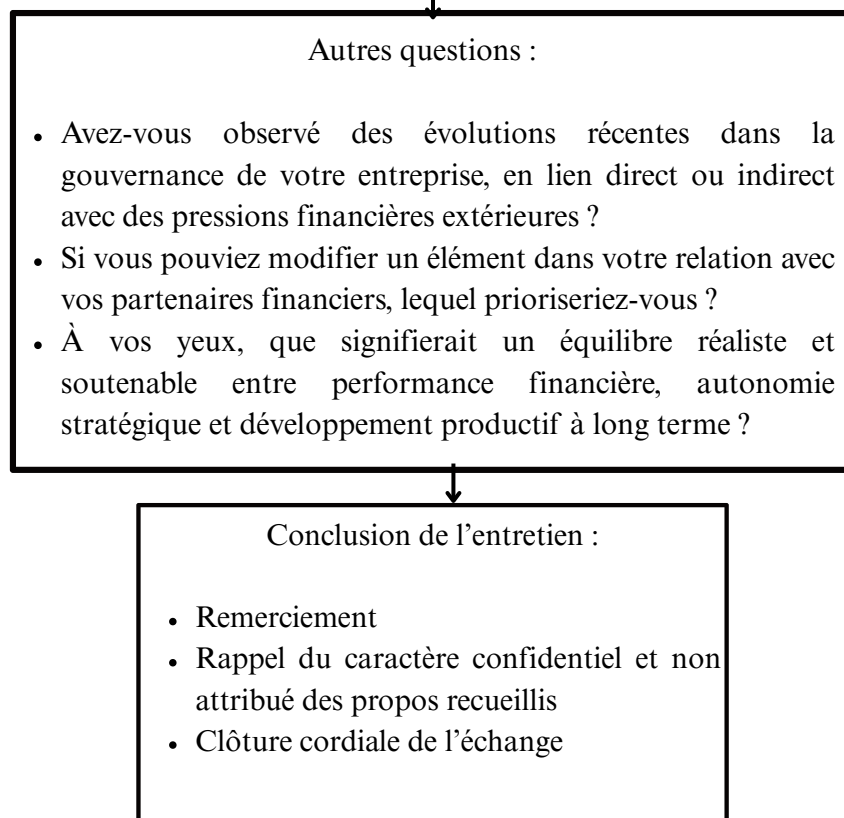
**Sous-question 2 – Arbitrages
d'investissement et innovation :**

- Lorsqu'un projet vous semble intéressant mais incertain, qu'est-ce qui vous permet de le valider malgré les risques ?
- Vous est-il déjà arrivé d'abandonner un projet d'innovation ou de développement à cause de contraintes uniquement financières ?
- Quels sont aujourd'hui, selon vous, les critères déterminants pour évaluer un projet d'investissement ?
- Avez-vous l'impression de disposer de moins de temps qu'avant pour penser ou mettre en œuvre une stratégie de long terme ? Pourquoi ?

**Sous-question 3 – Création de
valeur :**

- Pour vous, aujourd'hui, que signifie concrètement « créer de la valeur » dans votre entreprise ?
- La croissance fait-elle partie de vos objectifs explicites ? Et si oui, sur quel horizon est-elle pensée ?
- Avez-vous le sentiment que les contraintes financières affectent votre capacité à anticiper ou à garantir la pérennité de votre activité ?
- Quels sont, selon vous, les facteurs actuels qui limitent ou fragilisent un développement autonome et cohérent avec votre métier ?

- Estimez-vous que des logiques de gestion financière se sont imposées avec le temps, même lorsqu'elles paraissent éloignées de votre activité productive principale ?
- Dans vos décisions quotidiennes, les considérations de court terme comme la trésorerie ou le retour rapide sur investissement prennent-elles une place plus importante qu'auparavant ?
- Diriez-vous que certaines ressources internes (temps, énergie, capital humain) sont de plus en plus mobilisées au service d'enjeux financiers, au détriment des objectifs productifs ?



Source : élaboré par l'auteur

Ce schéma correspond à la manière dont j'ai abordé chaque entretien. Après une présentation brève du mémoire, j'expliquais le cadre confidentiel et la méthode employée. La première phase visait à situer l'entreprise (secteur, taille, gouvernance) et le profil du répondant. Une fois ce cadre posé, je passais à la seconde phase, en suivant les trois axes de mon questionnement : les mécanismes de financiarisation, les arbitrages entre court et long terme, et les effets sur la pérennité et la création de valeur. Bien sûr, j'ai pris soin d'approfondir ces questions pour avoir de la matière dans la partie *Résultats*. Enfin, la dernière phase permettait aux répondants de s'exprimer plus librement, de revenir sur un point marquant, ou de formuler une réflexion transversale, tout simplement d'approfondir leur réflexion.

Pour identifier les personnes à interroger, je me suis tourné vers mon réseau personnel. L'idée était d'obtenir des témoignages de dirigeants ou cadres ayant une vue globale sur leur entreprise, sans chercher une représentativité statistique. J'ai donc contacté des proches, des amis, des amis d'amis, et je me suis retrouvé avec quatre personnes pour de potentiels entretiens. Deux ont accepté. Ces entretiens ont été conduits dans un cadre plus détendu et plus "vrai" car j'avais affaire à des personnes que je connaissais, leur parole n'était que plus vraie.

Outre cela, la conduite de l'entretien a respecté les principes méthodologiques du semi-directif. Bien évidemment, je m'adaptais à la personne en face de moi, mais j'ai respecté l'intégralité de la structure présentée dans l'entretien type plus haut. Ces entretiens constituent une matière brute que je mobiliserai dans la partie *Résultats*, en complément des données statistiques.

RÉSULTATS

Ce chapitre présente les résultats empiriques obtenus dans le cadre de cette recherche. Rappelons la problématique et le but de ce mémoire qui est d’y répondre : Comment la financiarisation influence-t-elle la stratégie ainsi que la création de valeur dans les entreprises non cotées françaises ?

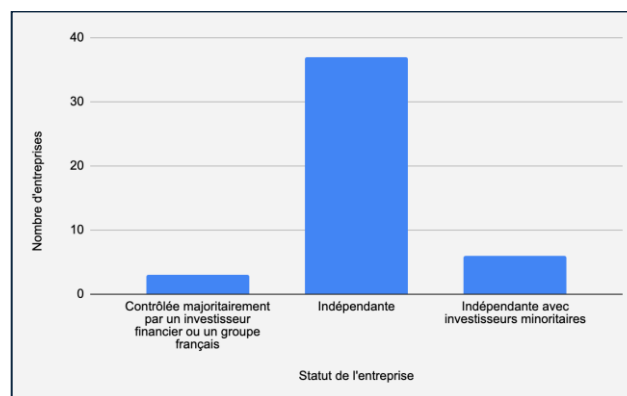
Pour rappel, le travail s’appuie sur une double analyse. La démarche adoptée repose sur deux sources empiriques complémentaires, un questionnaire structuré et des entretiens semi-directifs. L’organisation du chapitre suit rigoureusement la logique des trois sous-questions de recherche, chacune correspondant à une hypothèse testée quantitativement. Pour chaque sous-question, la présentation s’articule par un test d’hypothèse, dont les résultats sont exposés et interprétés, une série de graphiques descriptifs, issus des réponses du questionnaire, des apports qualitatifs issus des entretiens, visant à éclairer les mécanismes sous-jacents.

Nombre d’entreprises ayant répondu au questionnaire : 46

Nombre d’entretiens semi-directifs : deux

Avant d’aller plus loin dans la démarche, observons le statut des entreprises interrogées grâce à la représentation graphique ci-dessous.

Figure 2 : Représentation du statut des entreprises interrogées



Source : élaboré par l’auteur

Cette figure nous fait remarquer que 81 % des répondants ont une structure indépendante contre seulement 6 % qui sont contrôlés par un investisseur. Cela démontre que l’échantillon représente 93 % d’entreprises “indépendantes” (13 % ont des investisseurs minoritaires mais sont considérés comme indépendants). La nature des prochaines réponses du questionnaire reste donc vérifiée.

Voyons désormais la validité des hypothèses définies au préalable et, plus largement, si les résultats sont positifs pour chacune des sous-questions de recherche. Le ton employé va être beaucoup plus scientifique, compte tenu de l'approche statistique de l'étude qui suit. Nous allons tout d'abord explorer la première sous-question de recherche : Quels mécanismes de financiarisation sont présents dans les entreprises non cotées françaises ?

Hypothèse mobilisée :

$$\begin{cases} H_0 : \text{Les mécanismes de financiarisation ne sont pas présents ou sont faiblement présents} \\ H_1 : \text{Les mécanismes de financiarisation sont présents de manière significative} \end{cases}$$

Questions du questionnaire mobilisées :

- Question 2 : "Quels éléments influencent le plus vos décisions de gestion ?"
- Question 3 : "Avez-vous récemment ajusté certaines décisions en lien avec les attentes d'acteurs extérieurs (banques, investisseurs, clients) ?"
- Question 5 : "Aujourd'hui, dans quelle mesure les considérations financières (rentabilité, trésorerie, équilibre des charges) pèsent-elles dans vos décisions de gestion ?"

On va donc traiter l'hypothèse question par question, en commençant par la question 2 sur l'influence directe de la logique financière. Rappel de l'énoncé de la question : "Quels éléments influencent le plus vos décisions de gestion ?"

Réponses codées comme révélatrices d'une logique financière :

- Équilibre financier (endettement, trésorerie, solvabilité)
- Attentes de financeurs ou associés

Ces réponses signalent une intégration explicite de contraintes économiques exogènes. Elles sont codées 1, en opposition aux modalités considérées comme internes ou non financiarisées (résultat d'activité), codées 0.

Définition de la variable aléatoire :

$$X = \begin{cases} 1 & \text{si l'entreprise indique une influence financière explicite} \\ 0 & \text{sinon} \end{cases}$$

On suppose que $X \sim \mathcal{B}(p)$ avec $p \in [0, 1]$, d'où :

$$\mathbb{E}(X) = p, \quad \text{Var}(X) = p(1 - p)$$

L'estimateur empirique de la proportion est :

$$\hat{p}_n = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n X_i$$

Conditions de validité de l'approximation normale :

$$np_0 \geq 5 \quad \text{et} \quad n(1 - p_0) \geq 5$$

Ici, avec $n = 46$ et $p_0 = 0,5$, on a :

$$np_0 = 23 \quad \text{et} \quad n(1 - p_0) = 23$$

Ces conditions sont satisfaites. L'approximation normale est donc applicable.

Formulation des hypothèses statistiques :

$$\begin{cases} H_0 : p \leq 0,5 \\ H_1 : p > 0,5 \end{cases}$$

Avec $x = 36$ sur $n = 46$ entreprises, on a :

$$\hat{p}_n = \frac{36}{46} \approx 0,7826$$

$$Z = \frac{\hat{p}_n - p_0}{\sqrt{\frac{p_0(1 - p_0)}{n}}} = \frac{0,7826 - 0,5}{\sqrt{\frac{0,25}{46}}} \approx \frac{0,2826}{0,0736} \approx 3,83$$

Intervalle de confiance à 95 % :

$$IC_{95\%} = \left[\hat{p}_n - z_{0,975} \cdot \sqrt{\frac{\hat{p}_n(1 - \hat{p}_n)}{n}}, \quad \hat{p}_n + z_{0,975} \cdot \sqrt{\frac{\hat{p}_n(1 - \hat{p}_n)}{n}} \right]$$

$$\approx [0,663, 0,902]$$

Décision : $Z \approx 3,83 > 1,645 \Rightarrow$ rejet de H_0 au seuil de 5 %

Interprétation : L'analyse statistique valide l'idée que les logiques financières (équilibre, attentes de financeurs) sont bien présentes de manière significative dans les décisions déclarées de gestion. De plus, l'intervalle de confiance ne contient pas la valeur seuil $p_0 = 0,5$, ce qui conforte le rejet de l'hypothèse nulle. L'intégralité de l'intervalle se situe au-dessus du seuil, indiquant que la proportion observée est significativement supérieure à la borne théorique, même en tenant compte de l'incertitude d'échantillonnage.

Après l'étude de la question 2, le même cadre statistique a été appliqué à la question 3 et 4. L'étude est donc réduite pour une lecture moins exhaustive. Rappelons la question 3 : "Avez-vous récemment ajusté certaines décisions en lien avec les attentes d'acteurs extérieurs (banques, investisseurs, clients) ?"

Méthode : Les réponses "très fortement" et "modérément" sont codées comme révélant un ajustement aux exigences externes, traduisant une dépendance ou une internalisation implicite du champ financier.

Résultats :

$$n = 46, \quad x = 36, \quad \hat{p}_n \approx 0,7826$$

$$Z \approx 3,83 > 1,645 \Rightarrow \text{rejet de } H_0$$

$$IC_{95\%} \approx [0,663; 0,902]$$

Interprétation : Le test confirme la présence significative d'un comportement d'ajustement stratégique aux attentes extérieures.

Terminons avec l'analyse de la question 5 : "Aujourd'hui, dans quelle mesure les considérations financières (rentabilité, trésorerie, équilibre des charges) pèsent-elles dans vos décisions de gestion ?"

Méthode : Sont ici considérées comme significatives les réponses "très fortement" et "modérément", qui désignent une primauté des logiques de rentabilité dans les arbitrages.

Résultats :

$$n = 46, \quad x = 41, \quad \hat{p}_n \approx 0,8913$$

$$Z \approx \frac{0,8913 - 0,5}{\sqrt{\frac{0,25}{46}}} \approx 5,31 > 1,645 \Rightarrow \text{rejet de } H_0$$

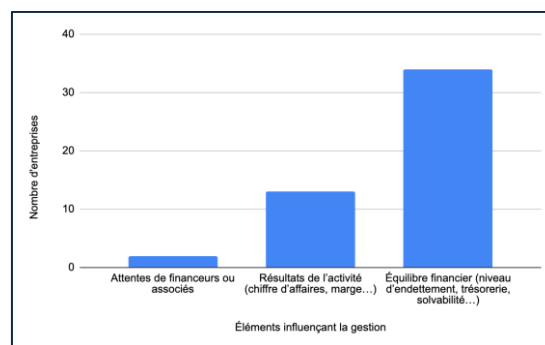
$$IC_{95\%} \approx [0,801; 0,981]$$

Interprétation : Le poids des considérations financières est extrêmement marqué, ce qui renforce la conclusion d'une gestion alignée sur des standards économiques issus du champ financier.

Conclusion : L'ensemble des tests réalisés permet de conclure, avec un haut degré de certitude statistique, à la présence significative de mécanismes de financiarisation dans les entreprises non cotées françaises interrogées. Chaque test individuel valide son hypothèse propre. On peut donc rejeter l'hypothèse nulle (H_0) et affirmer que les entreprises étudiées, bien que non cotées, intègrent fortement des logiques financières dans leur pilotage.

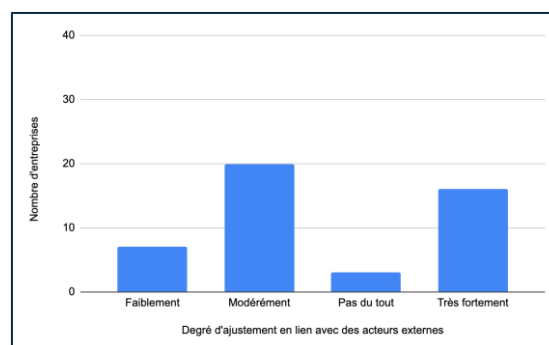
Après le rejet de la première hypothèse disant que les mécanismes sont faiblement représentatifs dans les entreprises non cotées françaises, observons les trois graphiques des trois questions issues du questionnaire mobilisées pour répondre à la sous-question 1.

Figure 3 : Éléments influençant les décisions.



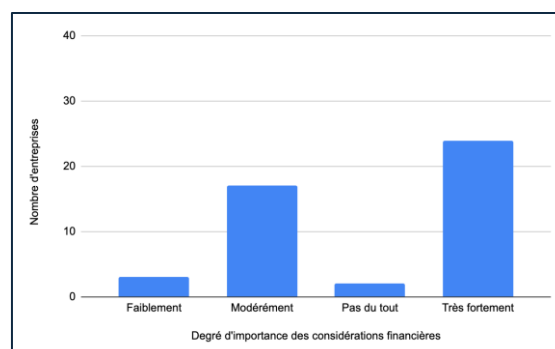
Source : élaboré par l'auteur

Figure 4 : Ajustements liés aux attentes extérieures.



Source : élaboré par l'auteur

Figure 5 : Poids des considérations financières.



Source : élaboré par l'auteur

Si l'on interprète ces trois figures de manière croisée, elles reflètent parfaitement les résultats déjà établis avec les tests de proportions. Si les décisions de gestion restent majoritairement orientées par des impératifs opérationnels, une part significative des répondants reconnaît des ajustements en réponse aux attentes d'acteurs extérieurs. Par ailleurs, les considérations financières sont déclarées comme influentes dans les arbitrages quotidiens, suggérant une intégration progressive de ces logiques. Toutefois, elles peuvent être étayées par les deux témoignages des entretiens semi-directifs. Pour information, lorsque je vais expliquer les déclarations, je vais employer un ton beaucoup plus réaliste dans le cadre des entretiens, pour retranscrire un maximum ce qui a été dit. Tout d'abord, les deux répondants ont une haute fonction au sein de leur entreprise, l'un est dirigeant et l'autre est associé. De plus, les deux entreprises sont des PME dans le domaine de l'industrie et du commerce. Après présentation chacun m'a fait part de sa vision sur les sous-questions de recherche, penchons-nous sur la première.

Dans les propos recueillis, une constante s'impose, les décisions de gestion sont très largement orientées par deux impératifs financiers qui sont la trésorerie et la rentabilité. Ces deux paramètres forment une sorte de matrice dans laquelle viennent se loger la plupart des arbitrages. Il ne s'agit pas simplement de "faire attention" aux finances, mais bien d'ajuster l'ensemble des choix à des seuils financiers jugés importants. Par exemple, certains répondants expliquent qu'ils évitent volontairement certaines dépenses (achats, production anticipée, stock) non pas parce qu'elles seraient inopportunes en soi, mais parce qu'elles risqueraient de déséquilibrer la trésorerie. Ce raisonnement est renforcé par la conscience des effets de signal. Notamment les difficultés de paiement ou des retards qui peuvent dégrader la relation avec les fournisseurs, mais surtout abaisser la notation bancaire. Or, cette note détermine très concrètement l'accès futur au financement. L'un d'eux illustre clairement cette logique : "Si ton résultat net est de 50 000, mais que tu dois rembourser 60 000 de prêt, tu fais comment, tu ne peux ni rembourser, ni investir. Donc tu anticipes, tu réduis ce qui est incertain, tu t'interdis certains projets." De plus, les réunions de pilotage évoquées par les deux interlocuteurs, suivent une lecture des indicateurs : marge nette, seuil de rentabilité, ratio d'endettement, charges fixes, capacité d'autofinancement... Tous ces éléments deviennent des filtres pour trier les options stratégiques. Même lorsque les banques ne formulent pas explicitement de demande, les contraintes sont intériorisées. La pression devient structurelle, intégrée dans les outils de gestion et les réflexes de pilotage.

Poursuivons l'analyse avec la deuxième sous-question de recherche : Comment ces mécanismes impactent-ils les arbitrages en matière d'investissement et d'innovation ?

Hypothèse mobilisée :

H_0 : Les mécanismes de financiarisation n'ont pas d'impact significatif sur les arbitrages entre court terme et long terme.

H_1 : Les mécanismes de financiarisation conduisent à privilégier les décisions de court terme au détriment de projets d'investissement ou d'innovation à long terme.

Questions du questionnaire mobilisées :

- Question 6 : "Vous est-il arrivé de privilégier des décisions de court terme (maîtrise des coûts, trésorerie...) plutôt que des projets de développement ou d'investissement à long terme ?"
- Question 4 : "Comment vos bénéfices ont-ils été utilisés en priorité ces dernières années ?"

Commençons par la question 6 : "Vous est-il arrivé de privilégier des décisions de court terme (maîtrise des coûts, trésorerie...) plutôt que des projets de développement ou d'investissement à long terme ?"

Méthode : Sont considérées comme relevant d'une logique court-termiste les réponses "très souvent" et "parfois", traduisant une préférence affirmée pour la liquidité, au détriment de projets plus risqués à long terme (incidence sur l'innovation...).

Résultats :

$$n = 46, \quad x = 39, \quad \hat{p}_n \approx 0,8478$$

$$Z \approx \frac{0,8478 - 0,5}{\sqrt{\frac{0,25}{46}}} \approx 4,79 > 1,645 \Rightarrow \text{rejet de } H_0$$

$$IC_{95\%} \approx [0,740; 0,955]$$

Interprétation : Ce résultat atteste d'un arbitrage clair en faveur du court terme. La proportion d'entreprises concernées est significativement supérieure à 50 %, et l'intervalle de confiance ne contient pas la valeur seuil.

Poursuivons avec la question 4 : "Comment vos bénéfices ont-ils été utilisés en priorité ces dernières années ?"

Méthode : Ont été codées comme manifestations de décisions court-termistes propres aux marchés financiers les modalités suivantes : "Affectation au remboursement de dettes" et "Distribution aux dirigeants et associés".

Résultats :

$$n = 46, \quad x = 37, \quad \hat{p}_n \approx 0,8043$$

$$Z \approx \frac{0,8043 - 0,5}{\sqrt{\frac{0,25}{46}}} \approx 4,17 > 1,645 \Rightarrow \text{rejet de } H_0$$

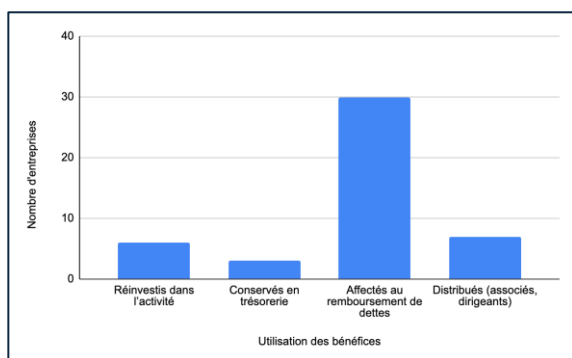
$$IC_{95\%} \approx [0,688; 0,921]$$

Interprétation : Une large majorité des entreprises interrogées déclarent affecter leurs bénéfices à des usages orientés vers la sécurité financière ou la restitution de valeur, au détriment du réinvestissement productif. Ce résultat valide également l'hypothèse selon laquelle la financiarisation influence les arbitrages en réduisant la priorité accordée à l'investissement de long terme.

Conclusion : L'ensemble des données recueillies confirme statistiquement l'hypothèse d'une réorientation des arbitrages des entreprises non cotées vers le court terme. Que ce soit dans la logique de décision (question 6) ou dans l'usage des bénéfices (question 4), les réponses convergent vers un diagnostic univoque : les entreprises adoptent des comportements de gestion directement compatibles avec les logiques de financiarisation. L'hypothèse nulle (H_0) est donc rejetée au seuil de risque de 5 %, et l'hypothèse alternative (H_1) retenue.

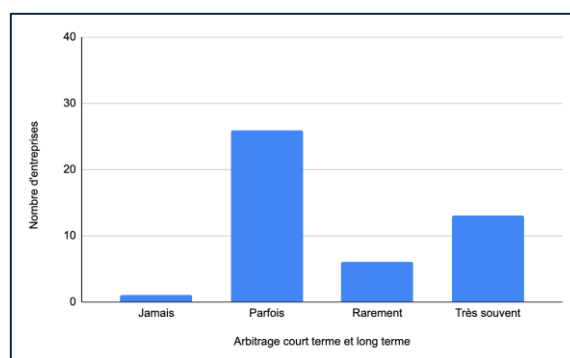
Observons désormais les graphiques quant à la sous-question de recherche : Comment ces mécanismes impactent-ils les arbitrages en matière d'investissement et d'innovation ?

Figure 6 : Utilisation des bénéfices réalisés



Source : élaboré par l'auteur

Figure 7 : Arbitrages court terme/long terme



Source : élaboré par l'auteur

On remarque donc que les résultats montrent un comportement “défensif” des bénéfices. En effet, 65 % des répondants les affectent prioritairement au remboursement de dettes, contre seulement 13 % au réinvestissement dans l'activité. Cette orientation prudente s'accompagne d'une déclaration majoritaire (84 %) d'arbitrages en faveur du court terme, suggérant que la logique financière pèse significativement sur la temporalité des décisions. Ce constat conforte l'idée que la financiarisation infléchit les arbitrages stratégiques en comprimant les marges d'investissement durable.

Tout comme pour la première sous-question de recherche, l'approche empirique quantitative seule ne permet pas de répondre pleinement à la sous-question deux et de facto à la question centrale.

Lorsqu'on aborde la question des arbitrages d'investissement, apparaît alors immédiatement dans la bouche des interlocuteurs, une différence entre l'intérêt stratégique de certains projets et la réalité des contraintes financières. La première chose qui ressort, c'est que le potentiel d'un projet ne suffit jamais, il doit toujours être confronté à la capacité de l'entreprise à l'absorber sans déséquilibrer sa structure financière. Plusieurs critères sont évoqués comme la rentabilité attendue, l'exposition au risque, le calendrier des flux de trésorerie ou encore l'état d'endettement au moment de la décision. Autrement dit, l'intérêt intrinsèque d'un investissement est toujours mis en balance avec ce qu'il engage en termes de stabilité financière.

Un exemple révélateur concerne l'échéance des dettes : si un crédit bancaire arrive à son terme l'année suivante, cela bloque mécaniquement la capacité à prendre de nouveaux engagements et le dirigeant est forcé à attendre pour investir dans un projet d'innovation. Effectivement, il faut d'abord solder ce qui existe, ou renégocier, avant d'envisager autre chose. Ce raisonnement est renforcé dans un contexte où les taux ont remonté : les projets ne sont pas rejetés en soi, mais l'exigence de rentabilité est rehaussée, et l'accès au crédit devient plus sélectif. Un des répondants m'a fait la confidence que son entreprise est aujourd'hui en phase de revente, ce qui impose une grille de lecture encore plus stricte : tout investissement est évalué en fonction de sa capacité à augmenter la valeur perçue à court terme.

À côté de cela, les témoignages soulignent que le court terme pèse désormais beaucoup plus lourd dans les arbitrages. La trésorerie, les charges, les variations de coût ; tout cela oblige à piloter de plus en plus "à vue", au détriment d'une stratégie de long terme pensée avec recul. Ce n'est pas tant une perte d'ambition qu'un rétrécissement de la fenêtre de tir : les marges d'initiative sont là, mais elles sont comprimées. Certains reconnaissent ainsi avoir dû renoncer à des projets porteurs mais incertains, simplement parce qu'il était impossible de les financer sans dégrader l'équilibre général.

En somme, la logique d'investissement reste présente, mais elle est entièrement encadrée par la discipline financière. On avance, mais à condition de ne pas s'écarter de la ligne de flottaison.

Enfin, nous allons terminer l'analyse avec la troisième sous-question de recherche : Quelles sont les conséquences de cette financiarisation sur la croissance et la pérennité ?

Hypothèse mobilisée :

H_0 : La financiarisation n'a pas d'effet significatif sur la stratégie de croissance ou la valorisation financière.

H_1 : La financiarisation influence la stratégie de croissance et incite à valoriser l'entreprise selon des critères.

Questions du questionnaire mobilisées :

- Question 7 : "Travaillez-vous à renforcer la valorisation (financière) de votre entreprise ?"
- Question 4 : "Comment vos bénéfices ont-ils été utilisés en priorité ces dernières années ?"

Commençons par la question 7 : "Travaillez-vous à renforcer la valorisation (financière) de votre entreprise ?"

Méthode : Les réponses "très fortement" et "modérément", sont considérées comme révélatrices d'une stratégie de valorisation financière qui impliquent une volonté d'optimiser les indicateurs financiers.

Résultats :

$$n = 46, \quad x = 39, \quad \hat{p}_n \approx 0,8478$$

$$Z \approx \frac{0,8478 - 0,5}{\sqrt{\frac{0,25}{46}}} \approx 4,79 > 1,645 \Rightarrow \text{rejet de } H_0$$

$$IC_{95\%} \approx [0,740; 0,955]$$

Interprétation : Ce résultat traduit une orientation de plus en plus fréquente vers des logiques de valorisation financière. La proportion d'entreprises concernées est largement significative, et l'intervalle de confiance conforte cette tendance.

Poursuivons avec la question 4 : "Comment vos bénéfices ont-ils été utilisés en priorité ces dernières années ?"

Méthode : Ont été codées comme significatives au regard de l'hypothèse H_1 les réponses relatives à la distribution des bénéfices (dirigeants, associés) et à leur affectation au remboursement de dettes.

Résultats :

$$n = 46, \quad x = 37, \quad \hat{p}_n \approx 0,8043$$

$$Z \approx \frac{0,8043 - 0,5}{\sqrt{\frac{0,25}{46}}} \approx 4,17 > 1,645 \Rightarrow \text{rejet de } H_0$$

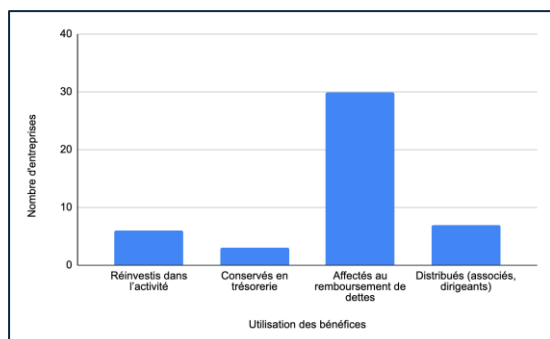
$$IC_{95\%} \approx [0,688; 0,921]$$

Interprétation : Le recours majoritaire à des usages financiers des bénéfices corrobore l'idée d'une orientation stratégique visant à améliorer des ratios de performance ou de solvabilité. Il s'agit d'un marqueur typique de comportements liés à la financiarisation, notamment en perspective d'une cession, d'une levée de fonds ou d'une évaluation externe.

Conclusion : L'ensemble des données recueillies permet de conclure que les entreprises non cotées interrogées adoptent de manière significative des stratégies orientées vers la valorisation financière. Ces stratégies sont à la fois déclarées (question 7) et observables à travers les choix d'allocation des bénéfices (question 4). Dès lors, l'hypothèse nulle (H_0) est rejetée, et l'hypothèse alternative (H_1) retenue. Cela a une incidence sur la croissance des entreprises françaises qui se tournent vers une logique plus financière que productiviste et donc touche la croissance nationale.

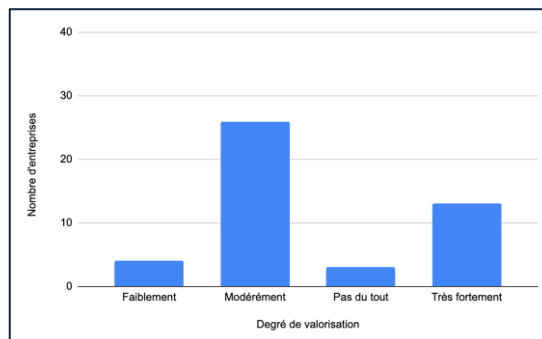
Après le dernier test réalisé, voyons ce que nous disent les figures liées à l'hypothèse.

Figure 6 : Utilisation des bénéfices réalisés



Source : élaboré par l'auteur

Figure 8 : Degré de valorisation financière



Source : élaboré par l'auteur

L'analyse de ces graphiques indique que les priorités tendent à se recentrer sur la valorisation financière. Si seuls 13 % des bénéfices sont réinvestis, 84 % des répondants affirment agir en faveur de la valorisation de leur entreprise, dont 28 % très fortement. Cela traduit donc une redéfinition de la valeur créée, orientée vers une reconnaissance externe (image, solvabilité) davantage que vers une logique productive. La financiarisation apparaît ainsi comme un cadre structurant des choix de croissance et de positionnement. Mais cela reste à être explicité et validé par les entretiens semi-directifs.

Les différents discours recueillis nous présente la notion de création de valeur comme quelque chose ne se réduisant pas à un indicateur financier. Elle est plutôt envisagée comme la capacité à générer un excédent brut d'exploitation (EBE) suffisant pour couvrir la capacité d'autofinancement (CAF), tout en laissant de la marge pour réinvestir dans le développement ou construire des stratégies de croissance à moyen terme. Cet excédent, lorsqu'il existe, est perçu comme une ressource stratégique, soit pour préparer une éventuelle revente (cas de la firme en période de cession), soit pour soutenir d'autres projets via des montages comme des holdings de développement (devenir sa propre banque pour échapper aux acteurs externes). Autrement dit, la valeur ne se mesure pas seulement en chiffre d'affaires ou en bénéfice, mais en possibilité d'action (capacité à investir, à se projeter, à bâtir, etc.)

Par exemple, si la CAF n'est pas atteinte, il devient impossible d'envisager sereinement l'avenir, que ce soit pour honorer les dettes, répondre à une opportunité ou maintenir une dynamique de croissance. Ce calcul est devenu un réflexe. Il n'y a pas de place à l'improvisation. La rentabilité n'est donc pas une fin, mais une condition de viabilité.

Quant à la croissance, elle est abordée avec pragmatisme. Ce n'est pas un objectif permanent ni chiffré mécaniquement. Elle dépend des projets en cours, des capacités réelles de l'entreprise à les absorber, et surtout du degré de maîtrise qu'on estime avoir sur son environnement. Il ne s'agit pas d'aller chercher de la croissance à tout prix, mais de la rendre possible quand les conditions sont réunies. Ceux qui y parviennent sont, selon les termes employés, soit "les plus forts", soit ceux qui "savent s'entourer". Car pour tenir sur le long terme, il faut cumuler des compétences variées : gestion, marché, vision, stratégie, commercial. La création de valeur devient alors un indicateur composite, qui reflète autant la qualité de la gestion que celle du modèle.

Ainsi, la pérennité se définit par la discipline financière (seuils, ratios, trésorerie), et la capacité stratégique à maîtriser l'ensemble des leviers d'action.

Conclusion des résultats empiriques

L'ensemble des hypothèses formulées ont été validées :

Hypothèse 1 : Les mécanismes de financiarisation sont bien présents dans les entreprises non cotées françaises.

Hypothèse 2 : Ces mécanismes influencent significativement les arbitrages d'investissement et d'innovation, en favorisant des décisions à court terme.

Hypothèse 3 : Ils redéfinissent la conception de la valeur en renforçant le poids des critères financiers dans les trajectoires de croissance et de pérennité.

Les analyses quantitatives ont mis en évidence une forte sensibilité des dirigeants à la rentabilité et à la trésorerie, qui structurent l'ensemble des choix de gestion. La majorité des entreprises privilégient le remboursement de la dette et la consolidation financière, au détriment du réinvestissement. Les entretiens ont apporté un éclairage concret. Les répondants évoquent une vigilance à l'égard de la trésorerie, des seuils critiques de résultat, et de la notation bancaire. L'accès au crédit, la maturité de l'entreprise et la perspective de revente sont cités comme critères déterminants dans l'évaluation des projets. Créer de la valeur renvoie autant à l'autofinancement qu'à la capacité à structurer une stratégie exploitable en cas de changement d'échelle ou de transmission. En outre, la financiarisation, sans être frontale ni subie, influence la stratégie et la création de valeur des entreprises non cotées françaises.

DISCUSSION & CONCLUSION

Conclusion

Ce mémoire s'est construit autour du problème quant à l'influence de la financiarisation sur les stratégies et la création de valeur dans les entreprises non cotées françaises. Bien qu'il y ait des travaux sur les entreprises du CAC 40 (par leur importance et leur visibilité), n'oublions pas que la majorité du tissu productif français est représenté par les PME et ETI (Entreprise de Taille Intermédiaire), même si certaines de ces structures ne sont qu'affiliées aux grands groupes. L'enjeu empirique de ce travail résidait donc dans la démonstration de ces transformations, souvent invisibilisées dans les analyses classiques, mais susceptibles de reconfigurer en profondeur les finalités assignées à l'activité économique. Comprendre comment ces logiques affectent les arbitrages, les temporalités, et la conception de la valeur au sein de structures échappant aux pressions boursières était donc l'objet de ce travail.

Tout d'abord, l'observation de certains papiers et documents académiques dans la *Revue de littérature*, notamment ceux portant sur la diffusion de logiques financières au sein des entreprises non soumises aux pressions actionnariales, présentent une convergence partielle avec les effets documentés dans les firmes cotées. La priorisation du court terme, le recentrage sur la rentabilité, et la réduction des marges d'investissement en sont des exemples parfaits et ont défini le cadre de l'étude empirique. De surcroît, ces évolutions s'inscrivent plus largement dans le contexte d'une désindustrialisation en France, où la financiarisation apparaît comme un facteur aggravant de l'érosion des capacités productives, ayant pour cause un manque d'investissement dans la recherche, se répercutant ainsi sur l'innovation et le développement. Du point de vue empirique, ce travail repose sur une approche mixte permettant un croisement entre données quantitatives et qualitatives complémentaire. Ces deux approches renforcent et justifient les interprétations des résultats (quantitatif : 46 entreprises non cotées, qualitatif : deux entretiens semi-directifs). L'analyse des données confirme la présence de mécanismes de financiarisation dans les entreprises non cotées. Ce phénomène se manifeste par l'intériorisation de normes financières, souvent transmises via les partenaires bancaires ou les outils de gestion. Ensuite, les arbitrages stratégiques observés traduisent une contrainte de solvabilité : priorité donnée au désendettement, à la rentabilité à court terme... La notion même de "valeur" semble redéfinie, privilégiant des indicateurs financiers simples (résultat net, capacité d'autofinancement) au détriment des dimensions productives, sociales ou territoriales de la performance. Théoriquement, le mémoire propose une lecture élargie de la création de

valeur, en montrant qu'elle tend à être réduite à sa seule dimension financière, même dans des structures a priori éloignées des marchés.

Critique

Malgré l'apport empirique de cette recherche, plusieurs limites doivent être reconnues. La première tient à la taille de l'échantillon. Les 46 entreprises interrogées permettent de dépasser le seuil minimal requis pour des tests statistiques ($x \geq 30$), or cette base demeure trop restreinte pour prétendre à une représentativité structurelle en France. La diversité sectorielle et géographique des entreprises interrogées reste par ailleurs limitée, ce qui restreint la portée généralisable des résultats. La temporalité de l'enquête constitue une seconde contrainte. La conduite sur une période relativement brève, l'étude saisit des perceptions à un instant donné, sans permettre d'appréhender les éventuelles évolutions dans le temps ni les effets différés de certains choix. De plus, une temporalité plus longue aurait diversifié le nombre de réponses empiriques pour les deux approches. S'ajoute enfin la nature déclarative des données, inhérente tant aux réponses du questionnaire qu'aux entretiens menés. Si cette subjectivité peut être considérée comme révélatrice des représentations internes à l'action gestionnaire, elle n'en demeure pas moins exposée aux effets d'autolégitimation ou de biais cognitifs. La conduite de seulement deux entretiens constitue en ce sens une autre limite méthodologique (une approche fondée sur une dizaine d'entretiens aurait permis d'identifier plus clairement les convergences et divergences).

Plusieurs prolongements peuvent être envisagés à partir de ce travail. En premier lieu, des études longitudinales permettraient d'observer les trajectoires de transformation à moyen et long terme, en analysant notamment l'évolution des arbitrages et des indicateurs de performance à travers les cycles économiques¹. Un approfondissement sectoriel ou territorial pourrait également enrichir la compréhension des dynamiques à l'œuvre. L'étude de segments spécifiques (sur une industrie ou un service), ou de territoires (zones rurales, métropoles, régions en reconversion, etc.) permettrait de mieux comprendre les effets de la financiarisation. Par ailleurs, plutôt que de voir la financiarisation comme un phénomène global et uniforme, il faudrait capter les mécanismes, à travers les outils utilisés au quotidien pour les entreprises (indicateurs financiers, tableaux de bord, outils de reporting) pour mieux comprendre le rôle de la gestion financière.

¹ On entend par cycle économique la succession de phases de croissance, de stagnation ou de récession affectant l'activité économique dans un cadre national ou international. Ces fluctuations ont une incidence directe sur les comportements des entreprises, qui peuvent privilégier la prudence ou au contraire adopter des logiques expansives.

BIBLIOGRAPHIE

- Appelbaum, E., Batt, R., Clark, I., & Kochan, T. (2013). Implications of financial capitalism for employment relations research: Evidence from private equity buyouts. *British Journal of Industrial Relations*, 51(3), 498–518.
<https://www.econstor.eu/bitstream/10419/98581/1/739996819.pdf>
- Watt, A., & Galgóczi, B. (2009). Financial capitalism and private equity: A new regime? *Transfer: European Review of Labour and Research*, 15(2), 189–208.
https://www.researchgate.net/publication/240287768_Financial_Capitalism_and_Private_Equity-A_New_Regime
- Wood, G., & Wright, M. (2009). Private equity and the post-crisis world. *Journal of Industrial Relations*, 51(4), 517–527.
https://www.academia.edu/30197437/Private_equity_A_review_and_synthesis
- Epstein, G., & Habbard, P. (2011). Dette souveraine et spéculation: Une interaction insidieuse. *TUAC Papers, Octobre 2011*, 1–32. https://www.ituc-csi.org/IMG/pdf/epstein-habbard-ituc-fr_long.pdf
- Fligstein, N., & Goldstein, A. (2022). The legacy of shareholder value capitalism: The investment strategies of private equity firms. *Socio-Economic Review*, 20(3), 1199–1224.
<https://www.annualreviews.org/docserver/fulltext/soc/48/1/annurev-soc-030420-120827.pdf?expires=1751211345&id=id&accname=guest&checksum=7E1281D4A3EF58B276C7A75CB2DF886A>
- Alvehus, J., & Spicer, A. (2012). Financialization as a strategy of workplace control in professional service firms. *Critical Perspectives on Accounting*, 23(7-8), 497–510.
<https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S1045235412000147>
- Lordon, F. (2008). Jusqu'à quand ? Pour en finir avec les crises financières. *Le Monde diplomatique*.
- Goyer, M. (2007). Corporate governance and the limits of stakeholder capitalism. *Corporate Governance: An International Review*, 15(6), 1067–1075.
https://www.researchgate.net/publication/358935200_Corporate_governance_and_stakeholder_capitalism
- Huber, E., Huo, J., & Stephens, J. D. (2020). Financialization, labor market institutions, and inequality. *Socio-Economic Review*, 18(3), 681–710.
https://www.researchgate.net/publication/343919878_Financialization_labor_market_institutions_and_inequality
- Hahn, R. (2019). Innovation in times of financialization: An institutional logics perspective on barriers to and enablers of new product development. *Journal of Product Innovation*

- Management*, 36(1), 61–88.
<https://www.researchgate.net/publication/281972256> The Institutional Logics Perspective
- Soener, M. (2015). Why do firms financialize? Meso-level evidence from the US apparel and footwear industry, 1991–2005. *Socio-Economic Review*, 13(3), 549–573.
<https://www.researchgate.net/publication/276108891> Why do firms financialize Meso-level evidence from the US apparel and footwear industry 1991-2005
- Jung, J., & Lee, Y. (2022). Financialization and corporate downsizing as a shareholder value strategy. *Socio-Economic Review*, 20(4), 1795–1823. <https://academic.oup.com/ser/article-abstract/20/4/1795/6324089?redirectedFrom=fulltext>
- Miège, B. (2010). Capitalisme et financiarisation des industries culturelles. In M. Sénécals (Ed.), *Les industries culturelles et créatives* (pp. 73–90). Québec : Presses de l'Université du Québec. <https://shs.cairn.info/revue-reseaux1-2005-3-page-83?lang=fr>
- Diaz-Bone, R. (2021). André Orléan – The Empire of Value: A New Foundation for Economics (Columbia University Press, 2014). *Historical Social Research / Historische Sozialforschung*, 46(1), 351–358.
<https://www.researchgate.net/publication/364923071> The Empire of Value A New Foundation for Economics
- Jany-Catrice, F. (2022). Empreintes et emprises de la financiarisation. *Revue de la régulation*, (32). <https://cnam.hal.science/hal-04185839>
- Wikipedia contributors. (2024, May 2). Financialization. *Wikipedia*.
<https://en.wikipedia.org/wiki/Financialization>
- Delmas, T. (2020). Financiarisation et gestion des ressources humaines : un tournant managérial ? *Revue Interdisciplinaire de Management, Homme(s) & Entreprise*, 2(9), 45–62.
<https://hal.science/tel-03017200v1/document>
- Lemercier, F. (2019). Finance at work: The effects of financialization on French manufacturing firms. *Document de travail du Centre Maurice Halbwachs*, 2(15), 1–27.
<https://www.researchgate.net/publication/321940949> L'installation de la Finance en France Genese Formes specifiques et Impacts sur l'Industrie
- Froud, J., & Williams, K. (2007). Private equity and the culture of value extraction. *New Political Economy*, 12(3), 405–420.
<https://www.tandfonline.com/doi/abs/10.1080/13563460701485656>
- van der Zwan, N. (2016). Het pensioenmirakel ontleed. Functionaliteit en legitimiteit in het Nederlandse pensioenstelsel. In J. Visser & A. Hemerijck (Eds.), *The Dutch Social Model: Miraculous or a Model for Emulation?* (pp. 143–168). Amsterdam University Press.
<https://www.researchgate.net/publication/305169769> Het Pensioenmirakel Ontleed Functionaliteit en Legitimiteit in het Nederlandse Pensioenstelsel
- Pin, C. (2023). L'entretien semi-directif. LIEPP *Fiche méthodologique n°3*.
<https://sciencespo.hal.science/hal-04087897>

Massot, A. (2013). La mise sous silence du travail de conception par la création de valeur actionnariale. *Revue Française de Socio-Économie*, (11), 123-141. <https://journals.openedition.org/nrt/1059>

Collectif OFCE. (2016). *L'Observatoire français des entreprises – rapport final*. Paris : OFCE. https://www.editions-ladecouverte.fr/l_economie_francaise_2016-9782707186775

Desrosières, A. (2014). La financiarisation des politiques publiques. *In Regards croisés sur l'économie*, 15(1), 186-195. <https://hal.science/hal-02538415/document>

Godechot, O. (2015). *Variétés de financiarisation et accroissement des inégalités*. Séminaire de l'OFCE, Sciences Po, 7 avril 2015. <https://shs.cairn.info/revue-francaise-de-socio-economie-2015-2-page-51?lang=fr&tab=texte-integral>

Aglietta, M. (2007). Corporate governance adrift: A critique of shareholder value. *Revue de la régulation*, 1(1). https://www.researchgate.net/?ref=logo&_sg=E7lxYfQIDe7AqvXYsTC3_7ViNSuT_9V8Dk-yDk07yhvfvxBjkPv5s5aCdaKej6_57bHaDFyY-BcR1SI&_tp=eyJjb250ZXh0Ijp7ImZpcnN0UGFnZSI6InB1YmxpY2F0aW9uIiwicGFnZSI6InB1YmxpY2F0aW9uIiwicG9zaXRpb24iOiJnbG9iYWxIZWFkZXIifX0

Epstein, G. A. (2015). *Financialization: There's something happening here* (Working Paper No. 394). Political Economy Research Institute, University of Massachusetts Amherst. https://www.researchgate.net/?ref=logo&_sg=E7lxYfQIDe7AqvXYsTC3_7ViNSuT_9V8Dk-yDk07yhvfvxBjkPv5s5aCdaKej6_57bHaDFyY-BcR1SI&_tp=eyJjb250ZXh0Ijp7ImZpcnN0UGFnZSI6InB1YmxpY2F0aW9uIiwicGFnZSI6InB1YmxpY2F0aW9uIiwicG9zaXRpb24iOiJnbG9iYWxIZWFkZXIifX0

TABLE DES TABLEAUX

Tableau 1. Tableau représentant la structure du questionnaire (questions/réponses)	35
Tableau 2. Synthèse des diverses séparations et articulations depuis la question centrale	41

TABLE DES FIGURES

Figure 1. Structure d'un entretien semi-directif	43
Figure 2. Représentation du statut des entreprises interrogées	46
Figure 3. Éléments influençant les décisions	51
Figure 4. Ajustements liés aux attentes extérieures	51
Figure 5. Poids des considérations financières	51
Figure 6. Utilisation des bénéfices réalisés	55
Figure 7. Arbitrages court terme / long terme	55
Figure 8. Degré de valorisation financière	59

Résumé

Ce mémoire explore les effets de la financiarisation sur les entreprises non cotées françaises. Une interrogation se justifie : en quoi la financiarisation influence-t-elle la stratégie, la croissance et la création de valeur de ces entreprises ? Cette étude se structure autour de trois sous-questions de recherche présentée ci-dessous : l'identification des mécanismes présents, leur impact sur l'investissement et l'innovation ainsi que leurs conséquences sur la pérennité. Une revue de littérature a permis de présenter les différents travaux sur la financiarisation et de justifier ce mémoire. La méthodologie adoptée est mixte : un questionnaire complété par des entretiens semi-directifs pour une approche empirique permettant d'associer des tests statistiques avec des témoignages profonds. Les résultats montrent que, même en l'absence de cotation, des logiques financières pénètrent les arbitrages de gestion, orientant l'usage des bénéfices, les indicateurs de performance et les choix de valorisation. Ces conclusions invitent à repenser la diffusion des normes financières au-delà du seul marché boursier. Elles suggèrent d'approfondir la compréhension des outils de gestion comme canaux de financiarisation, et appellent à replacer les entreprises non cotées françaises au cœur des politiques économiques. Leur rôle dans la création de valeur réelle, la croissance et la pérennité industrielle nationale a été sous-estimé.

Abstract

This thesis explores the effects of financialization on non-listed French companies. A central question guides the investigation: how does financialization influence the strategy, growth, and value creation of these firms? The analysis is structured around three research sub-questions: the identification of financialization mechanisms, their impact on investment and innovation, and their consequences for long-term sustainability. A literature review provided a comprehensive overview of existing research and helped situate the relevance of this study. The adopted methodology is mixed: a quantitative questionnaire combined with semi-structured interviews, enabling both statistical testing and in-depth managerial insights. The results show that, even in the absence of stock market listing, financial logics penetrate managerial decision-making, shaping profit allocation, performance indicators, and valuation strategies. These findings invite a rethinking of how financial norms diffuse beyond public markets. They call for deeper inquiry into management tools as vectors of financialization and underscore the need to reintegrate non-listed French companies into economic policy debates. Their role in real value creation, national growth, and industrial resilience has long been underestimated.