

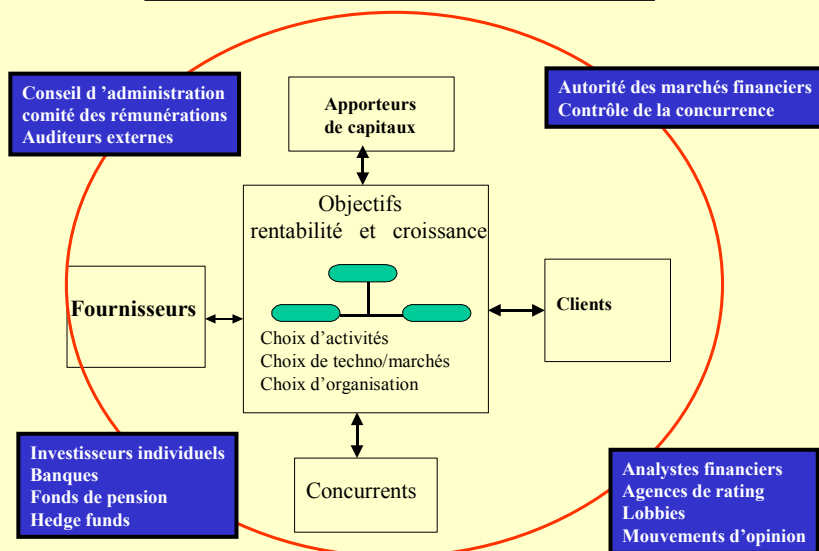
FINANCE, STRATEGIE ET ORGANISATION DE L'ENTREPRISE

ECO 432
Jean-Pierre Ponsard
amphi 9
26 octobre 2007

26 octobre 2007 / amphi 9 / page 1

Eco 432 / JP Ponsard

Le gouvernement d'entreprise



26 octobre 2007 / amphi 9 / page 2

Eco 432 / JP Ponsard

Le gouvernement d'entreprise

(chapitre 4)

- ☞ Les deux modèles traditionnels
- ☞ Dérives des systèmes
- ☞ Une première réaction : la création de valeur
- ☞ Les excès de la création de valeur
- ☞ Une deuxième réaction : l'entreprise citoyenne
- ☞ Les débats actuels sur le gouvernement d'entreprise et le Développement Durable

Les deux modèles traditionnels

- ☞ **shareholder** model ou contrôle externe (US, UK)
- ☞ **stakeholder** model ou contrôle interne (Europe continentale, Japon)
- ☞ Par modèle il faut entendre « idéal type »

Les deux modèles traditionnels

Modèle	shareholder	stakeholder
objectif	valeur actionnariale	équilibre entre parties prenantes
marché financier	très actif diffus	limité par blocs
mécanismes contrôle	externe opa	interne supervision

NB on peut traduire « shareholder model » par modèle actionnarial et « stakeholder model » par modèle à parties prenantes

Des marchés financiers très différents (données OCDE)

	Place du marché financier (% capitalisation boursière/PIB)			Concentration de l'actionariat (% taille moyenne du premier bloc)	
	1975	1996	2003	1999	échantillon
France	10	38	76	29.4	CAC40
All	12	28	45	49.1	374
UK	37	142	137	14.4	250
USA	48	114	103	3.6	NYSE

Structures théoriques de contrôle

Principes	Stockholder model	Stakeholder model
Actionnaires	Actionnaires dispersés	Présence de gros actionnaires, autres entreprises, banques
Assemblée générale	Nomme les membres du conseil d'administration	Nomme ses représentants au conseil d'administration
Conseil d'Administration Conseil de Surveillance	Nomme le Président	Inclut aussi les représentants des salariés Nomme le Président du C S et le Directeur Général
Direction Générale	Président directeur général, révocable à tout moment	Directeur Général, révocable selon conditions

Dérives du shareholder model

Direction

PDG contrôle le CA

Relation avec le marché

Contrôle externe limité

actionnaires dispersés, phénomène de passager clandestin

OPA (poison pills)

Conséquences : empire building, rémunérations excessives non liées à la performance boursière

Conseil d'administration de General Dynamics 1991

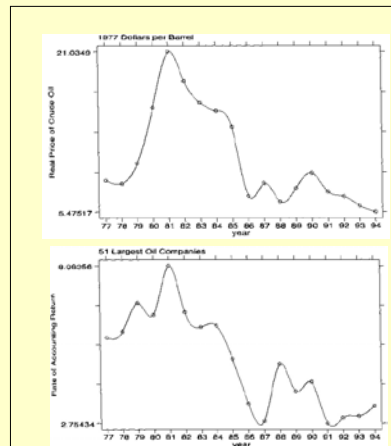
- ☞ 16 membres
- ☞ Associé à l'entreprise : 7
 - Management : 5
 - Ancien management : 2
- ☞ Gros actionnaire : 2
 - Crown family (22% du capital)
- ☞ Autres (moyenne d'âge 70 ans) : 7
 - Associé ou ex associé Ministère de la Défense : 3
 - Industriels de la Défense : 3
 - Industriels de la Finance : 1
- ☞ Une structure de direction largement contrôlée par la Direction de l'entreprise, mais soumise occasionnellement à un contrôle par l'actionnaire familial.

ARE CEOs REWARDED FOR LUCK? THE ONES WITHOUT PRINCIPALS ARE

Bertrand and Mullainathan 2001

Variation of oil prices

- ☞ Profits of oil company depends quasi linearly on oil price.
- ☞ Oil price is beyond CEOs control and CEOs' compensation is based on profits
- ☞ → CEO are rewarded for luck



The proposed explanation the skimming model

- ☞ Contrary to the Principal/Agent model
 - controllability principle
- ☞ **Skimming model:** depending on market constraints and monitoring devices, CEOs capture the compensation setting process and set higher compensation for themselves

Dérive du stakeholder model le lien banque industrie dans le capitalisme rhénan

Direction

Conseil de surveillance : 20 personnes dont 10 représentants des actionnaires, 10 des employés le président est nommé pour 5 ans, révocable par une majorité des $\frac{3}{4}$

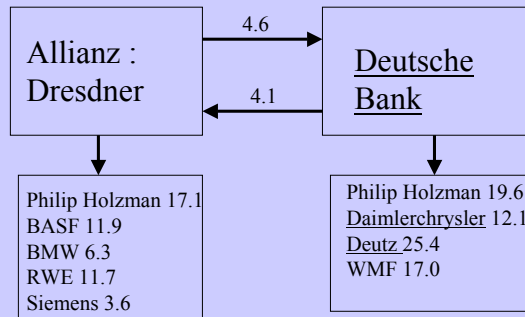
Conseil de direction : gestion de l'entreprise directeur nommé pour 5 ans participation des employés au niveau des comités des établissements (usines)

Liens banque-industrie

présidents ou membres des conseils de surveillance
prises de participations et proxy votes
opérations de crédit

Conséquences : faible transparence vis à vis des actionnaires minoritaires, contrôle diffus lié aux intérêts croisés

Un exemple de participation croisée et de liens banque industrie en Allemagne (1995)



Dérive du stakeholder model les noyaux durs et l'effet de club en France

Participations croisées de 5 % dans le capital des entreprises

Participations croisées dans les Conseils d'Administration

Cas Vivendi 2001

JM Messier Pdg de l'entreprise est au CA de Alcatel, BNP ParisBas, Saint Gobain et LVMH

Et inversement...

Conséquences : contrôle diffus lié aux intérêts croisés, grande liberté du PdG, empire building

Conclusions

☞ Les dirigeants d'entreprises contrôlent de fait la stratégie

- Patrons de « droit divin »
- Pour le meilleur et pour le pire
 - Représentant de l'intérêt collectif
 - Croissance excessive
 - Rémunérations déconnectées de la performance financière

☞ Performance financière médiocre

Une première réaction années 1990-2000 la création de valeur

☞ Étape 1 : renforcement du pouvoir des représentants des actionnaires, actions centrées sur la création de valeur pour l'actionnaire

☞ Question 1 : forces qui poussent à cette convergence

☞ Question 2 : impacts sur l'entreprise

Les forces qui poussent à la convergence

Le développement des fonds d'investissement

fonds de pension

mutual funds

L'ouverture internationale des marchés financiers

endettement des Etats

privatisation des entreprises publiques

La concurrence internationale et la globalisation de la stratégie des firmes

avant stratégie financière

maintenant stratégie industrielle et commerciale

La création de valeur en France Les fonds d'investissements les plus actifs

(200 MMF soit l'équivalent de la capitalisation boursière de L'Oréal ou Vivendi en 2001)

Rang	Investisseur	Pays	Valorisation des actions détenues en milliards de francs
1	Fidelity	Etats-Unis	30,73
2	Franklin Templeton	Etats-Unis	26,7
3	Capital Research	Etats-Unis	21,4
4	TIAA-CREF	Etats-Unis	14
5	T-Rowe Price	Etats-Unis	13,9
6	Merrill Lynch	Etats-Unis	12,2
7	Deutsche Bank	Allemagne	12,1
8	Putnam	Etats-Unis	10,8
9	Janus	Etats-Unis	9,7
10	Dresdner Bank	Allemagne	8,9
11	Schroder	Royaume-Uni	8,5
12	UBS	Suisse	7,6
13	Calpers	Etats-Unis	7,5
14	Scudder, Stevens	Etats-Unis	6,5
15	Deka	Allemagne	6,4

Source : CDA Spectrum - Thomson Financial services, Les Echos du 9/12/98.

La création de valeur en France

Part du capital détenue par les non-résidents

(Estimation au 1/01/1999 Journal des Finances)

Société

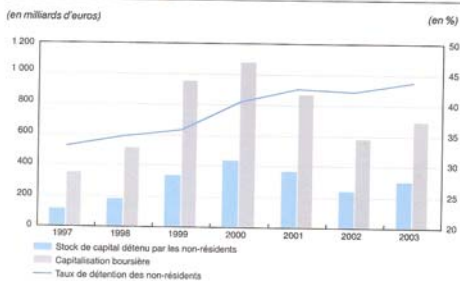
Accor	47%	Air Liquide	25%
Alcatel	50%	Carrefour	30%
Danone	40%	Lafarge	42%
L'Oréal	17%	LVMH	18%
Michelin	entre 40 et 50%		
Peugeot environ	40%	Renault environ	33%
Saint Gobain	36%	Total environ	50%
Vivendi	48%		

Moyenne sur les entreprises du CAC 40 36% en 1999 44 % en 2003

La détention du capital des entreprises françaises du CAC 40 par les non-résidents à fin 2003

L'évolution du taux de détention des non-résidents

Graphique 1
Détention du capital des entreprises résidentes du CAC 40 par les non-résidents en fin d'année



Sources : Euronext, Banque de France – Direction de la Balance des paiements

La création de valeur en France

La politique des fonds d'investissement

pension funds, mutual funds, hedge funds

- ☞ Gestion active (stock picking) ou passive (gestion indexée)
 - des moyens financiers très importants
 - des participations limitées au capital

- ☞ Diversification internationale

- ☞ Activisme managérial
 - vote aux assemblées
 - actions médiatiques
 - principes de corporate governance : OPA, actionnaires minoritaires, administrateurs indépendants, rémunérations des dirigeants...

Impacts sur l'entreprise

- ☞ Le recentrage sur le métier de base

Recentrage du portefeuille d'activités L'exemple d'Alcatel

☞ Evolution du portefeuille

- en 1990 conglomérat : mécanique, TGV, énergie (Alstom, Cegelec, Nexans), construction navale, media (l'Express, presse de la Cité)..
- En 2000 « pure player » telecom : notamment par acquisition (DSC, Xylan, Packet Engines,...)

Impacts sur l'entreprise

☞ La communication financière

- ☞ La mise en place de systèmes de reporting et de rémunération axés sur la création de valeur
 - Stock options
 - EVA

Dérives liées à la création de valeur

- ☞ Croissance externe excessive lors de la bulle financière (Enron...)
 - Fondée sur une vision industrielle discutable
 - Financée par de la dette
 - Encouragée par les banques d'affaires
 - Manipulation de comptes
- ☞ Spoliation des petits actionnaires
- ☞ Accroissement des inégalités

26 octobre 2007 / amphi 9 / page 25

Eco 432 / JP Ponsard

Accroissement des inégalités

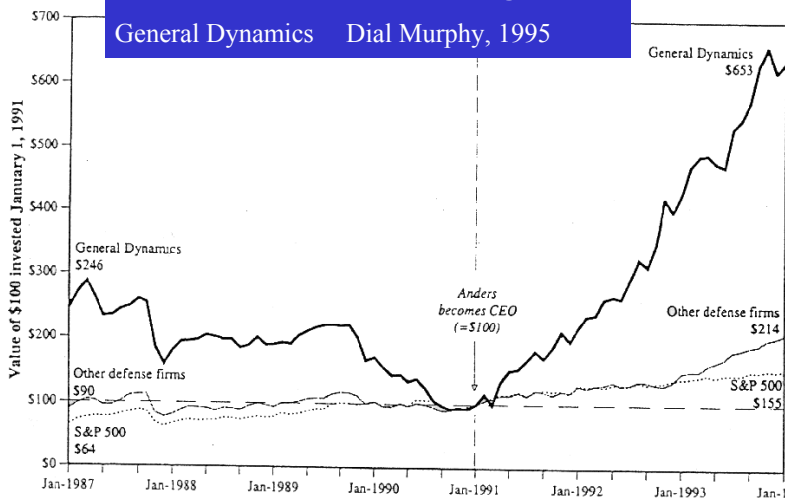


Fig. 1. Value of investment worth \$100 on January 1, 1991 in General Dynamics, other defense firms, and the S&P 500, 1987-1993.

26 octobre 2007 / amphi 9 / page 26

Eco 432 / JP Ponsard

Accroissement des inégalités

Table 6
Distribution of value gain at General Dynamics, 1991–1993 (\$ millions)

27 000 licenciements
sur 100 000
employés

	Gain/ Sharing	Stock ^b	Options ^c	Total
CEO Williams Anders	\$3	\$15	\$36	\$54
25 top executives (excl. Anders)	19	40	199	258
1,300 lower-level executives	0	64	80	144
48,000 SIP participants ^a		450		450
<hr/>				
Subtotal for GD employees	\$22	\$569	\$315	\$906
<hr/>				
Crown family		743		743
Warren Buffett		283		283
Other shareholders		2,932		2,932
<hr/>				
Total	\$22	\$4,527	\$315	\$4,864 ^d

6000
1000
10
1

Dérives liées à la création de valeur myopie et malversations au niveau des analystes financiers

☞ Comment travaille un analyste financier

- spécialisation par secteurs plutôt que par zones géographiques
- assistance aux conférences, road shows
- en contact permanent avec le DF
- fait des recommandations sur achat ou vente du titre

☞ Mais il appartient le plus souvent à une banque d'affaires (fusions, acquisitions, émissions de titres, placement d'obligations, introduction sur le marché...)

- indirectement encouragé à maintenir de bonnes relations avec les entreprises clientes de cette banque

Conclusions

☞ La création de valeur renverse le rapport de force entre le dirigeant d'entreprise et le marché financier

- Plus grande efficacité opérationnelle, plus de réactivité à la concurrence
- Des excès
 - Partage très inégal de la valeur créée
 - Accroissement des inégalités
 - Les incitations individuelles très fortes et mal calibrées génèrent des malversations

☞ Crise morale: perte de légitimité des dirigeants

Une deuxième réaction années 2000...l'entreprise citoyenne

☞ Renforcement des enjeux éthiques

☞ Nouvelles règles pour la composition des conseils d'administration, le fonctionnement des comités...

☞ Mise en cause de la co-habitation audit et conseil

☞ Communication financière réglementée (loi Sarbanes Oxley) et élargie aux objectifs sociaux et environnementaux (loi NRE, loi en UK...)

☞ Développement des agences de notation éthique (Vigeo)

L'entreprise citoyenne



Un modèle hybride de gouvernement d'entreprise ?

- ↳ Étape 1 : renforcement du pouvoir des représentants des actionnaires, actions centrées sur la création de valeur pour l'actionnaire
- ↳ Étape 2 : élargissement progressif des enjeux strictement financiers aux enjeux éthiques, environnementaux et sociaux

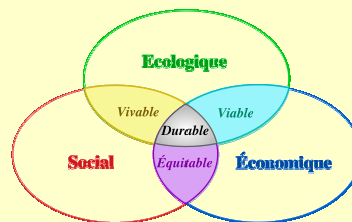
Une hypothèse de convergence vers un modèle hybride : RSE

Modèle	shareholder	stakeholder	RSE
objectif de la firme	valeur actionnariale	équilibre en partenaires	équilibre au niveau sociétal
marché financier	très actif diffus	limité par blocs	très actif fonds institutionnels
mécanismes contrôle	externe opa	interne audit	principes corporate gouv
problèmes	protections légales	bureaucratie effets de club	??

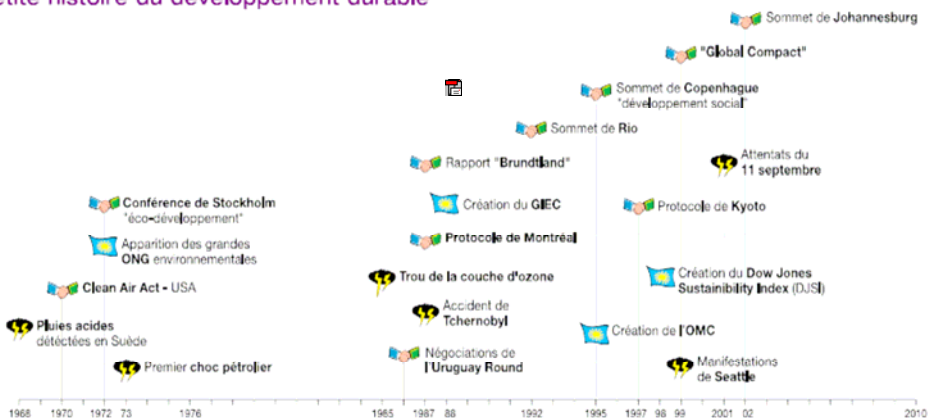
26 octobre 2007 / amphi 9 / page 33

Eco 432 / JP Ponsard

Convergence Entre DD et CG



Petite histoire du développement durable



Le développement durable et les entreprises

- ☞ Lancement conférence Stockholm 1972
- ☞ Signature Rio 1992
- ☞ Forte implication des entreprises Johannesburg 2002
- ☞ Quelques initiatives
 - World business council for sustainable development
 - World Wildlife Fund
 - Global Reporting Initiative
 - Etc.
- ☞ Publication de rapport sur le développement durable :
Enjeux économiques, sociaux et environnementaux

Les débats actuels sur la RSE

- ☞ Effet de mode (marketing, recherche de notoriété)
ou changement profond dans les comportements
- ☞ Renforcer la pérennité du développement
économique de l'entreprise
- ☞ Ou agir au nom de principes éthiques et moraux

RSE → Performance financière ?

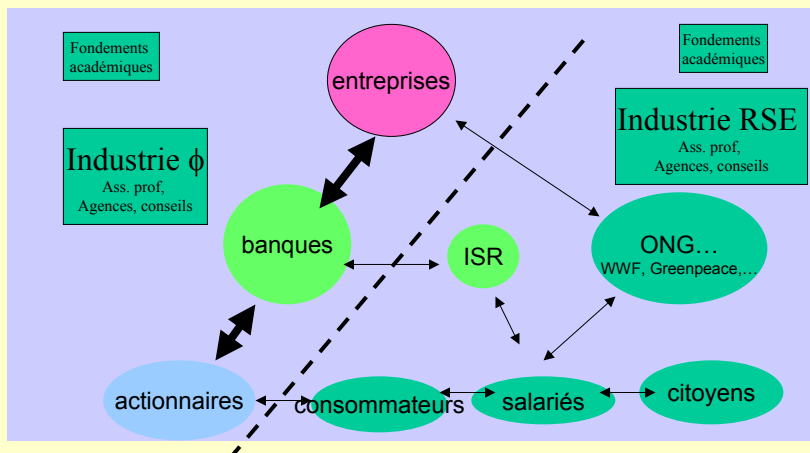
☞ Un cadre économique difficile à construire

- RSE face au court termisme
- Performance long terme ?
- Indicateurs avancés de crise ?

☞ Un cadre socio-économique

- Des indicateurs évolutifs
- Des indicateurs non neutres mais construits par des acteurs intéressés
- Aspect auto-réalisateur ?

Un nouveau challenge pour l'entreprise face à une frontière qui s'efface



Vous avez assisté à ce cours

- ☞ **Vous disposez d'une porte d'entrée synthétique et utile** pour de nombreux enseignements d'approfondissements sur l'entreprise (Eco, Maths Appl Finance, HSS...)
- ☞ Vous pourrez faire **un stage en entreprise** l'an prochain et **candidater dans une université étrangère** pour poursuivre dans cette voie si cela vous intéresse
- ☞ **Vous pouvez contribuer à améliorer cet enseignement**
 - Questionnaire d'évaluation à remplir et à remettre à vos délégués

☞ **bonne chance pour l'examen et bonnes vacances !**