

Sociologie économique
La firme contemporaine (2)
La valeur actionnariale

Pierre FRANCOIS

Que s'est-il passé depuis 1970 ?

- Après la firme en réseau, la « financiarisation » : une nouvelle « conception de contrôle » ?
 - Une question de périmètre :
 - Organisationnel : quelles firmes ?
 - Géographique : où ça ?
1. Le cas Américain ;
 2. Variantes européennes.



I. La matrice américaine
A. Une nouvelle conception
de contrôle ?
1. La succession des
conceptions de contrôle



- Rappel (1) : Une conception de contrôle résulte des rapports de force au sein de la firme et du champ interorganisationnel au sein duquel elle s'insère, et elle correspond
 - à une manière d'organiser la firme et
 - à une manière de définir ses grandes orientations stratégiques.

I. La matrice américaine
A. Une nouvelle conception
de contrôle ?
1. La succession des
conceptions de contrôle



- Rappel (2) : L'adoption d'une conception de contrôle dépend de la lutte entre
 - Les actionnaires et les managers ;
 - Les différentes fonctions managériales .

I. La matrice américaine
A. Une nouvelle conception
de contrôle ?
1. La succession des
conceptions de contrôle



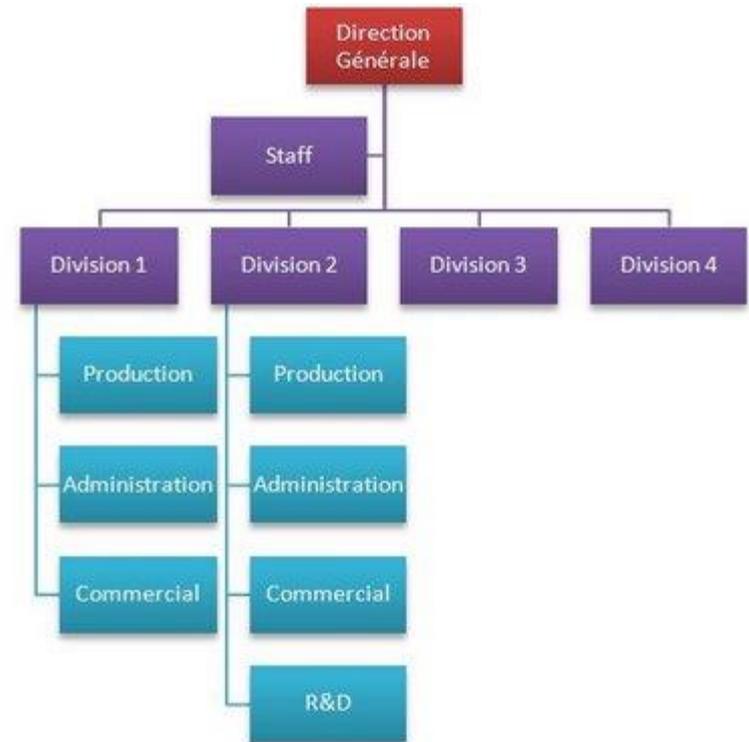
- Rappel (3) : l'équilibre des forces est bouleversée, au XXe Siècle, avant tout par
 - La politique (antitrust) de l'Etat fédéral
 - Les crises économiques.

I. La matrice américaine

A. Une nouvelle conception de contrôle ?

1. La succession des conceptions de contrôle

- Le destin de la conception « vente et marketing » (années 1950).
 - Une conception fondée sur la diversification des produits
 - Et la mise en place de silos organisationnels : la « forme en M »

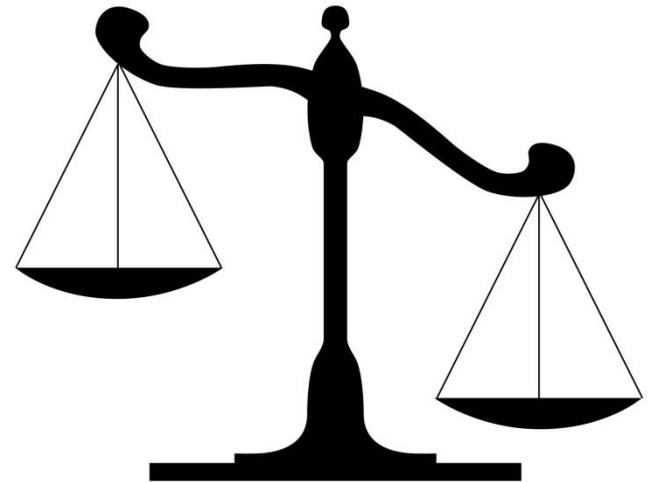


I. La matrice américaine

A. Une nouvelle conception de contrôle ?

1. La succession des conceptions de contrôle

- Le destin de la conception « vente et marketing » (années 1950) : des commerciaux aux financiers, qui vont...
 - La légitimer : la firme comme portefeuille (Markowitz, 1952).
 - La rationaliser : comment comparer des carottes et des navets ?

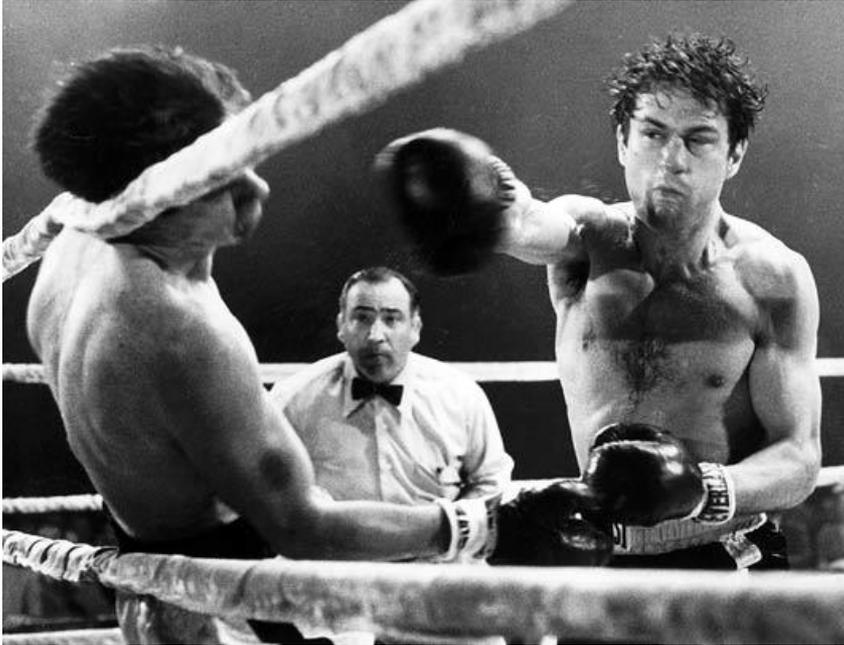


I. La matrice américaine

A. Une nouvelle conception de contrôle ?

1. La succession des conceptions de contrôle

Scorsese, *Raging Bull* (1980)



- A partir des années 1980, les entreprises vont connaître :
 - Une réorganisation profonde : le recentrage sur leur « compétence centrale » (*core competence*) ;
 - Une réorientation profonde de leur stratégie : créer de la valeur *pour l'actionnaire*.
- ➔ La valeur actionnariale signe, du moins en première approximation, le retour de l'actionnaire.

I. La matrice américaine

A. Une nouvelle conception de contrôle ?

2. La concentration sur la *core competence*

De la firme portefeuille...

...à la firme comme élément d'un portefeuille.

I. La matrice américaine

A. Une nouvelle conception de contrôle ?

2. La concentration sur la *core competence*

Au cours des années 1980, il y a bien une réduction de la diversification des plus grandes firmes américaines (Davis et al., 1997) ;

Table 3. Median Levels of Diversification Among *Fortune* 500 Firms: 1980, 1985, and 1990

Variable	1980	1985	1990
Total diversification (4-digit SIC segments)	1.00	.90	.67
Unrelated diversification (2-digit SIC segments)	.63	.59	.35
Number of firms	468	453	448

Note: Level of total diversification is calculated using the entropy measure, $DT = \sum P_i \ln(1/P_i)$, where P_i is the proportion of a firm's sales made in industry segment i . Industry segments are defined at the 4-digit SIC level. Unrelated diversification is calculated in the same manner, except that segments are defined at the 2-digit SIC level; that is, the measure is calculated after first summing sales across 2-digit SIC categories. See Palepu (1986) for an explication of this measure and its properties.

I. La matrice américaine

A. Une nouvelle conception ?

1. La *core competence*

Cette réduction de la diversification est imputable à une transformation des stratégies d'acquisition :

- Les acquisitions « conglomérales » sont plus rares, et prises en charge par un très petit nombre de très grandes firmes (Ford, GM, GE).
- La plupart des acquisitions sont des acquisitions « horizontales » et/ou « connexes ».

Table 2. Percentage Distribution of Acquisitions by 1986 *Fortune* 500 Firms, 1986 to 1990

Number of Acquisitions	Type of Acquisition			
	Horizontal	Vertical	Related	Conglomerate
0	76.1	94.7	75.5	85.1
1	16.7	4.6	17.9	11.5
2	5.3	.7	5.0	2.5
3	.7	.0	.9	.0
4	.5	.0	.7	.5
5	.2	.0	.0	.0
6	.0	.0	.0	.0
7	.2	.0	.0	.5
8	.2	.0	.0	.0
Total percent ^a	99.9	100.0	100.0	100.1
Number of firms	436	436	436	436

^a Percentages may not add to 100.0 because of rounding errors.

I. La matrice américaine

A. Une nouvelle conception de contrôle ?

1. La *core competence*

Les firmes les plus diversifiées sont les plus exposées au risque d'OPA hostiles (Davis et al., 1997) – ce qui est une nouveauté par rapport aux années 1960 (Palmer et al., 1995).

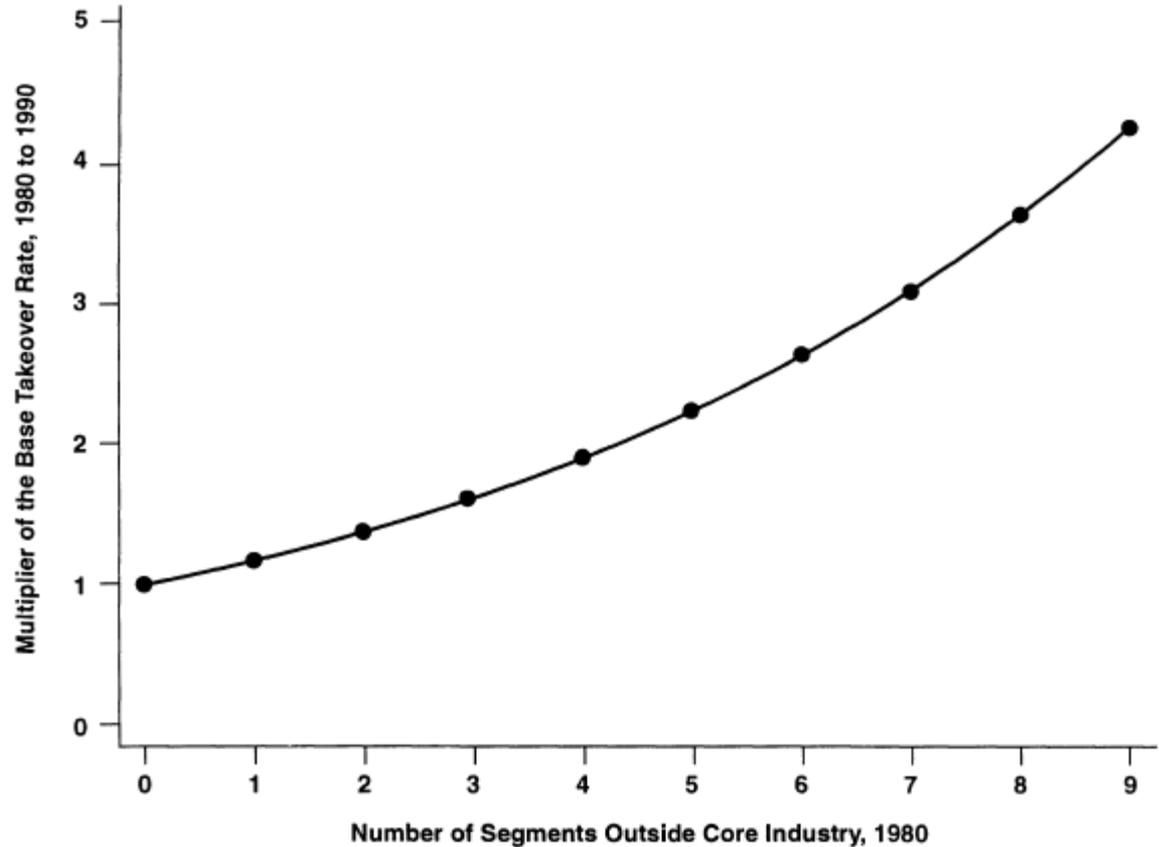


Figure 1. Effect of Corporate Diversification on Risk for Successful Takeover: 1980 *Fortune* 500 Firms, 1980 to 1990

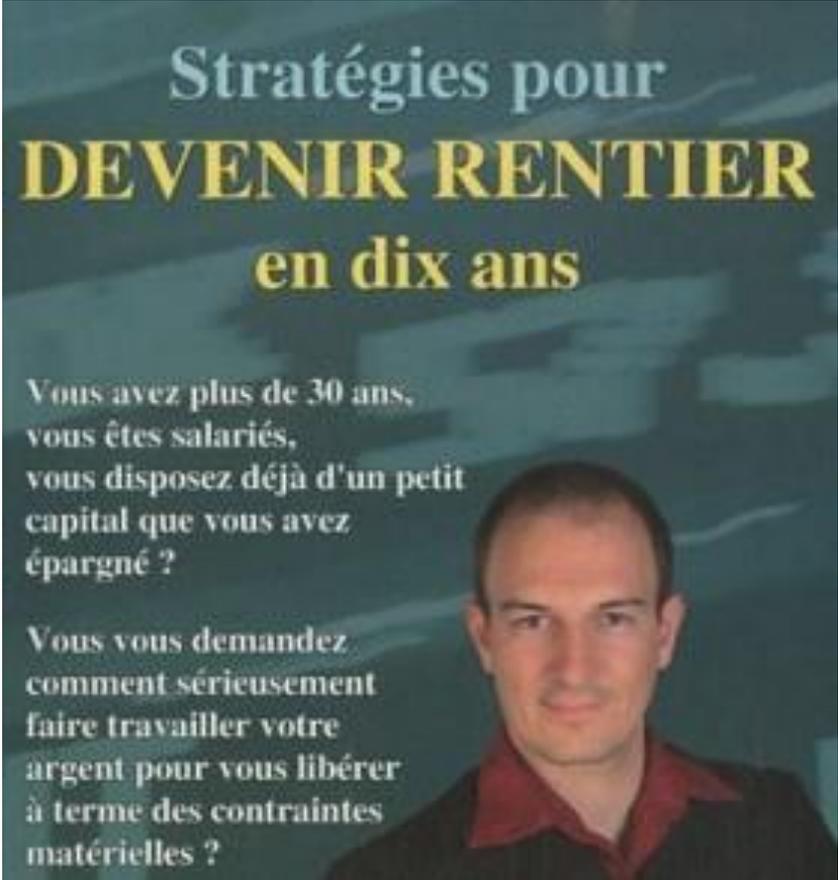
I. La matrice américaine

A. Une nouvelle conception de contrôle

3. La valeur *pour l'actionnaire* ?

Comment un actionnaire peut-il gagner sa vie ?

- Les plus-values sur les reventes d'action ;
- Les dividendes.



**Stratégies pour
DEVENIR RENTIER
en dix ans**

Vous avez plus de 30 ans,
vous êtes salariés,
vous disposez déjà d'un petit
capital que vous avez
épargné ?

Vous vous demandez
comment sérieusement
faire travailler votre
argent pour vous libérer
à terme des contraintes
matérielles ?

I. La matrice américaine

A. Une nouvelle conception de contrôle

3. La valeur *pour l'actionnaire* ?

Comment les actionnaires américains ont-ils gagné leur vie ? Plutôt mieux, à mesure que le temps passe...

Table 1: Average annual US corporate stock and bond yields (%), 1960-2009

	1960-1969	1970-1979	1980-1989	1990-1999	2000-2009
Real stock yield	6.63	-1.66	11.67	15.01	-3.08
Price yield	5.80	1.35	12.91	15.54	-2.30
Dividend yield	3.19	4.08	4.32	2.47	1.79
Change in CPI	2.36	7.09	5.55	3.00	2.57
Real bond yield	2.65	1.14	5.79	4.72	3.41

Stock yields are for Standard and Poor's composite index of 500 US corporate stocks. Bond yields are for Moody's Aaa-rated US corporate bonds.

Source: US Congress 2010, Tables B-62, B-73, B-95, B-96.

I. La matrice américaine

A. Une nouvelle conception de contrôle

3. La valeur *pour l'actionnaire* ?

...et cette amélioration tient surtout aux plus-values boursières.

Table 1: Average annual US corporate stock and bond yields (%), 1960-2009

	1960-1969	1970-1979	1980-1989	1990-1999	2000-2009
Real stock yield	6.63	-1.66	11.67	15.01	-3.08
Price yield	5.80	1.35	12.91	15.54	-2.30
Dividend yield	3.19	4.08	4.32	2.47	1.79
Change in CPI	2.36	7.09	5.55	3.00	2.57
Real bond yield	2.65	1.14	5.79	4.72	3.41

Stock yields are for Standard and Poor's composite index of 500 US corporate stocks. Bond yields are for Moody's Aaa-rated US corporate bonds.

Source: US Congress 2010, Tables B-62, B-73, B-95, B-96.

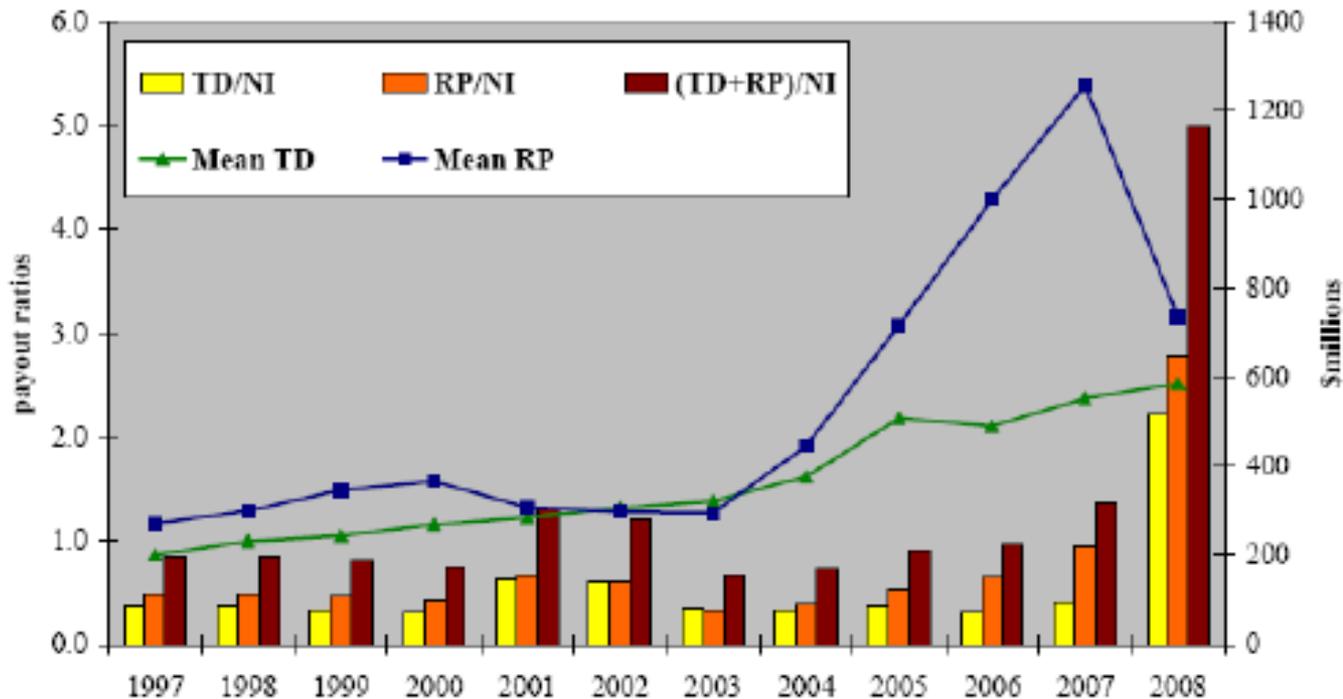
I. La matrice américaine

A. Une nouvelle conception de contrôle

3. La valeur pour l'actionnaire ?

Au cours de la décennie 2000, les dividendes moyens augmentent constamment...

Figure 2: Ratios of cash dividends and stock repurchases to net income, and mean dividend payments and stock repurchases among S&P 500, 1997-2008



Data for 437 corporations in the S&P 500 Index in January 2008 that were publicly listed 1997-2008. Data for companies that end their fiscal years during the first six months of the calendar year are attributed to the previous year.

RP, stock repurchases; TD, total dividends (common and preferred); NI, net income (after tax with inventory evaluation and capital consumption adjustments).

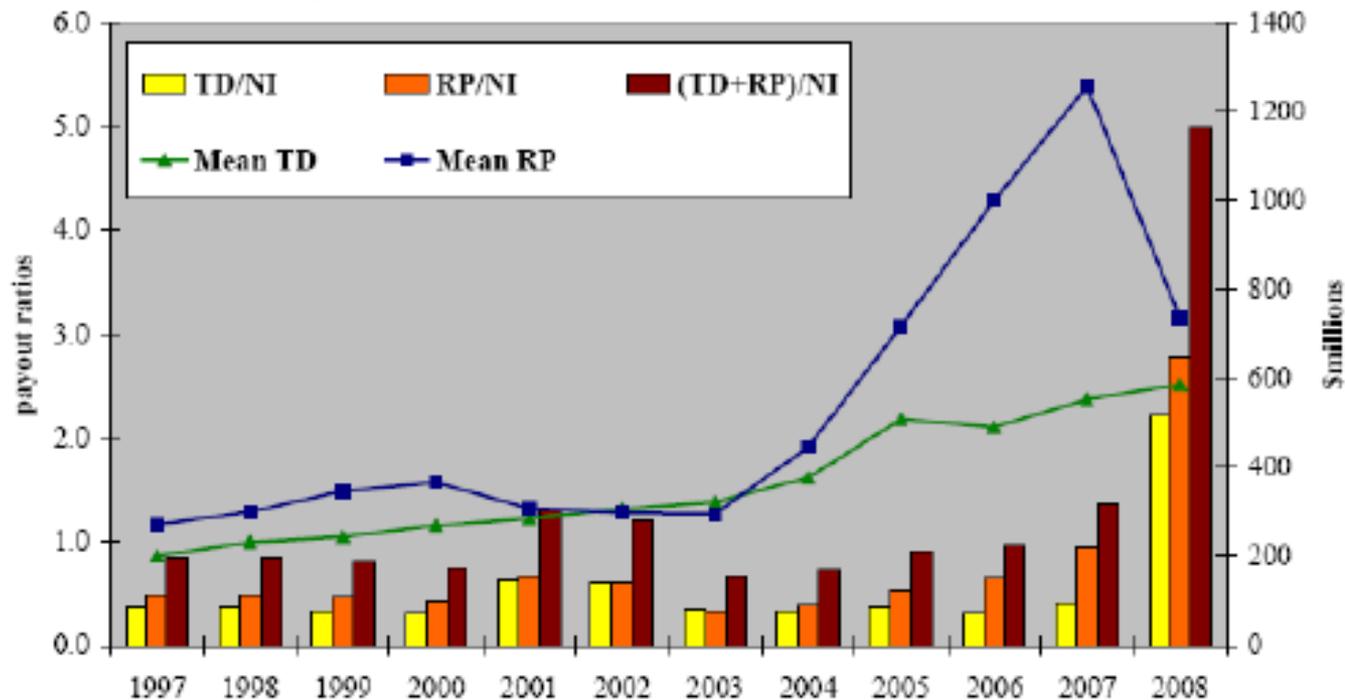
I. La matrice américaine

A. Une nouvelle conception de contrôle

3. La valeur pour l'actionnaire ?

...comme augmentent spectaculairement les sommes consacrées au rachat d'action au moment de la crise.

Figure 2: Ratios of cash dividends and stock repurchases to net income, and mean dividend payments and stock repurchases among S&P 500, 1997-2008



Data for 437 corporations in the S&P 500 Index in January 2008 that were publicly listed 1997-2008. Data for companies that end their fiscal years during the first six months of the calendar year are attributed to the previous year.

RP, stock repurchases; TD, total dividends (common and preferred); NI, net income (after tax with inventory evaluation and capital consumption adjustments).

I. La matrice américaine

B. Au principe d'une nouvelle conception de contrôle

1. La politique de l'Etat fédéral

- Des mesures politiques convergentes :
 - La fin des lois anti-OPA ;
 - La fin des lois antitrusts ;
 - Une politique fiscale favorable.
- La résistance des managers ? Elle existe, mais elle est insuffisante.



I. La matrice américaine

B. Au principe d'une nouvelle conception de contrôle

2. Une conversion idéologique



- Comment rendre légitime le découpage des firmes ? Une nouvelle matrice idéologique :

La théorie de l'agence

Michael Jensen

Table 1. Agency Logic Versus Corporate Logic of Governance

	Agency Logic	Corporate Logic
Assumptions about: Top managers	Relatively fungible agents of shareholders	Professionals with unique strategic knowledge that is required for efficient allocation of corporate resources.
	Pursue strategies that advance personal interests at expense of shareholders.	Stewards of their organizations.
The firm	A nexus of contracts; legal fiction.	An institution with unique core competencies.
Concept of resource allocation	Investor capitalism: shareholders can diversify better and more easily than firms.	Managerial capitalism: top managers have primary responsibility for allocating resources to different businesses in the corporation.
Links to high-order cultural frames	Logic of capitalist markets	Norms of professional autonomy
Links to theories of organization	Agency theory (Jensen and Meckling, 1976)	Managerialist theory (Chandler, 1962)
Implications for governance practices:		
Compensation	Use incentives to align management and shareholder interests.	Use salary and other rewards to attract and retain scarce management talent.
Allocation of cash flow	Redistribute to shareholders.	Retain and reinvest.

I. La matrice américaine

B. Au principe d'une nouvelle conception de contrôle

2. Une conversion idéologique

Bref résumé de la théorie de l'agence :

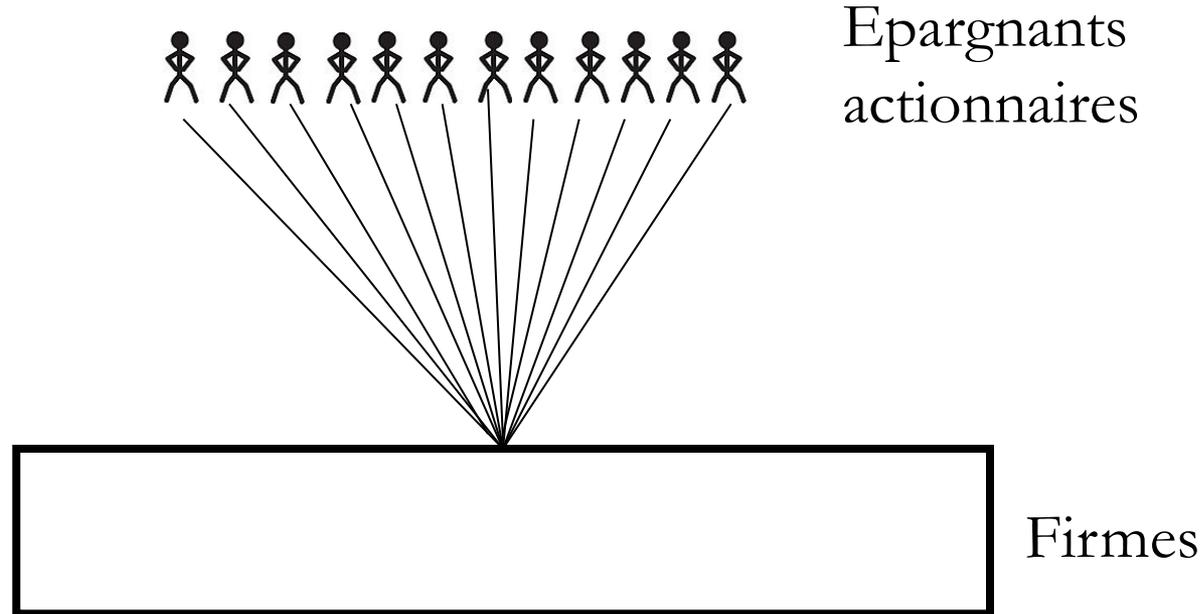
- Dans un échange, les parties ne sont pas égales : le principal est à la merci de l'agent ;
- Les contrats (de travail des dirigeants, par exemple) doivent être formulés de telle manière que les intérêts des parties convergent.

I. La matrice américaine

B. Au principe d'une nouvelle conception de contrôle

3. La transformation de la propriété

Une transformation de la propriété des firmes américaines (Useem, *Inverstor capitalism*, 1996) : des firmes à la propriété dispersée...

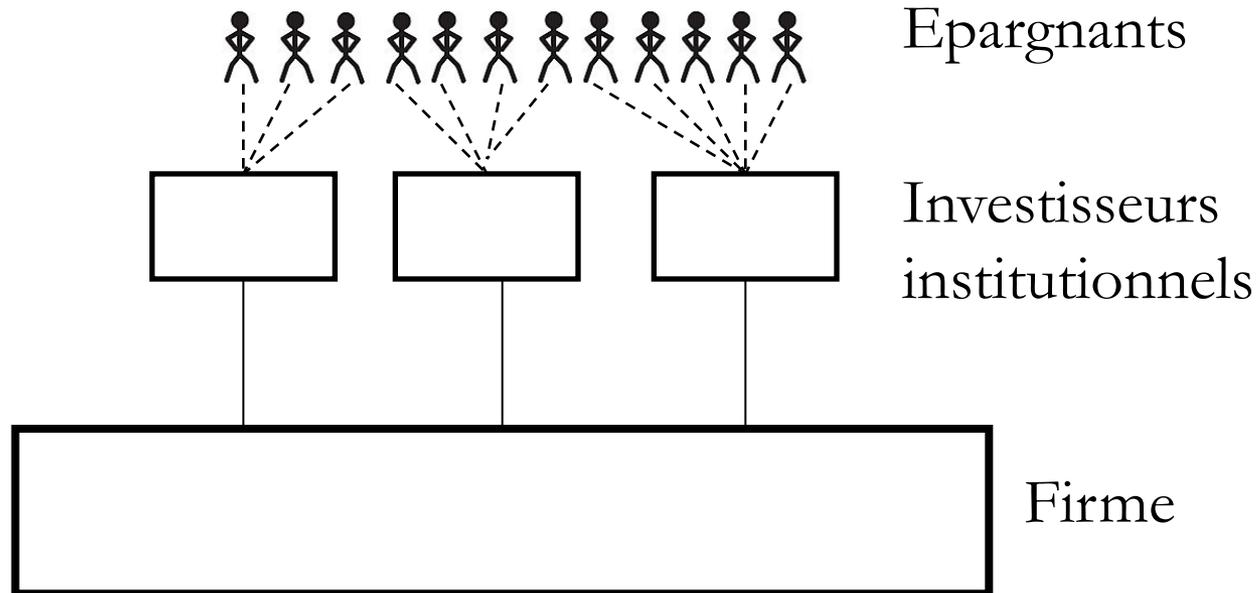


I. La matrice américaine

B. Au principe d'une nouvelle conception de contrôle

3. La transformation de la propriété

...aux firmes possédées par des investisseurs institutionnels



I. La matrice américaine

B. Au principe d'une nouvelle conception de contrôle

3. La transformation de la propriété

- La nouvelle conception de contrôle : privilégier la valeur *pour l'actionnaire*.
- Pourquoi le passage à la *core competence* ?
 - Le conglomérat, ou la stratégie des acteurs financiers *internes* à la firme
 - L'inconfort de l'actionnaire (financier) :
 - Comment savoir ce que l'on possède ?
 - Limiter les coûts d'un management inutiles ?
- ➔ Quand ils le peuvent (i.e., quand ils sont assez puissants et que l'Etat le permet), ils imposent un nouveau choix d'organisation.

I. La matrice américaine

C. Conséquences : les ennemis des actionnaires

1. La fin de l'ère des managers ?

- La nouvelle conception de contrôle remet en cause la toute puissance des managers : comment réagissent-ils ?

➔ Ils résistent :

- La mise en place de services de communication financière, ou comment faire diversion face aux demandes de changement de gouvernance (Rao et Sivakumar, 1999).

I. La matrice américaine

C. Conséquences : les ennemis des actionnaires

1. La fin de l'ère des managers ?

- La nouvelle conception de contrôle remet en cause la toute puissance des managers : comment réagissent-ils ?

➔ Ils résistent :

➤ L'usage ostentatoire des plans de rachat d'action (Westphal et Zajac, 2004).

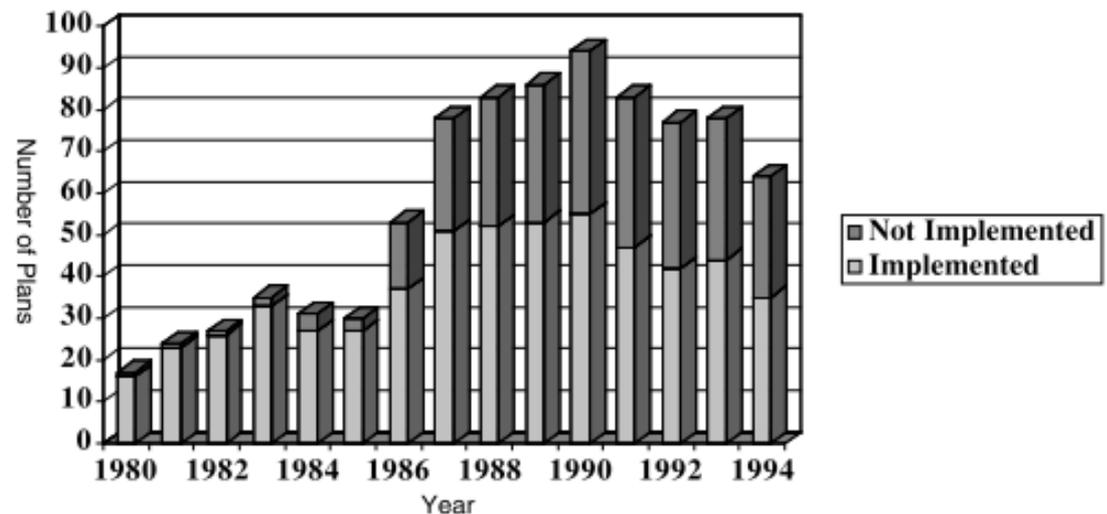


Figure 1. The Adoption and Decoupling of Stock Repurchase Programs: 1980–1994

Table 2. Total compensation of top executives of US-based corporations, average for 100, 500, 1500, and 3000 highest-paid executives, and the proportion of total compensation derived from gains from exercising stocks options, 1992-2009

Mean compensation in millions of 2009 US dollars

	S&P 500 Index	NAS-DAQ Index	NAS-DAQ/S&P	Top 100		Top 500		Top 1500		Top 3000	
				Mean \$m.	% SO						
1992	100	100	1.00	22.7	71	9.2	59	4.7	48	2.9	42
1993	109	119	1.10	20.9	63	9.0	51	4.7	42	3.1	36
1994	111	125	1.13	18.2	57	8.0	45	4.3	35	2.9	29
1995	131	155	1.18	20.5	59	9.6	48	5.2	40	3.4	34
1996	162	195	1.20	31.8	64	13.7	54	7.1	47	4.5	41
1997	210	243	1.16	43.3	72	18.2	61	9.3	55	5.8	49
1998	261	300	1.15	76.9	67	26.8	65	12.5	59	7.5	54
1999	319	462	1.45	68.8	82	27.4	71	13.2	63	7.9	57
2000	341	614	1.80	103.7	87	40.3	80	18.6	73	10.8	67
2001	284	332	1.17	62.1	77	23.6	66	11.3	58	6.8	53
2002	237	252	1.06	37.3	57	16.7	49	8.6	43	5.4	38
2003	232	275	1.18	48.2	64	20.9	55	10.7	48	6.7	43
2004	272	330	1.21	54.4	75	24.5	62	12.8	55	8.0	50
2005	290	348	1.20	66.3	78	28.1	63	14.2	56	8.9	51
2006	316	463	1.47	67.1	68	28.9	58	15.0	51	9.5	46
2007	354	428	1.21	59.4	69	27.3	58	14.5	50	9.3	45
2008	291	356	1.22	39.1	62	16.5	48	8.3	38	5.0	33
2009	227	307	1.35	29.6	44	13.9	27	7.7	17	5.0	12

Les rémunérations des dirigeants :

Sont très élevées...

S&P 500 Index and the NASDAQ Composite Index set to 100 in 1992 for purposes of comparison.

Total compensation (TDC2 in the Compustat database) is defined as "Total compensation for the individual year comprised of the following: Salary, Bonus, Other Annual, Total Value of Restricted Stock Granted, Net Value of Stock Options Exercised, Long-Term Incentive Payouts, and All Other Total".

%SO means the percent of total compensation that the whole set (100, 500, 1,500, or 3,000) of highest-paid executives derived from gains from exercising stock options.

Table 2. Total compensation of top executives of US-based corporations, average for 100, 500, 1500, and 3000 highest-paid executives, and the proportion of total compensation derived from gains from exercising stocks options, 1992-2009

Mean compensation in millions of 2009 US dollars

	S&P 500 Index	NAS-DAQ Index	NAS-DAQ/S&P	Top 100		Top 500		Top 1500		Top 3000	
				Mean \$m.	% SO						
1992	100	100	1.00	22.7	71	9.2	59	4.7	48	2.9	42
1993	109	119	1.10	20.9	63	9.0	51	4.7	42	3.1	36
1994	111	125	1.13	18.2	57	8.0	45	4.3	35	2.9	29
1995	131	155	1.18	20.5	59	9.6	48	5.2	40	3.4	34
1996	162	195	1.20	31.8	64	13.7	54	7.1	47	4.5	41
1997	210	243	1.16	43.3	72	18.2	61	9.3	55	5.8	49
1998	261	300	1.15	76.9	67	26.8	65	12.5	59	7.5	54
1999	319	462	1.45	68.8	82	27.4	71	13.2	63	7.9	57
2000	341	614	1.80	103.7	87	40.3	80	18.6	73	10.8	67
2001	284	332	1.17	62.1	77	23.6	66	11.3	58	6.8	53
2002	237	252	1.06	37.3	57	16.7	49	8.6	43	5.4	38
2003	232	275	1.18	48.2	64	20.9	55	10.7	48	6.7	43
2004	272	330	1.21	54.4	75	24.5	62	12.8	55	8.0	50
2005	290	348	1.20	66.3	78	28.1	63	14.2	56	8.9	51
2006	316	463	1.47	67.1	68	28.9	58	15.0	51	9.5	46
2007	354	428	1.21	59.4	69	27.3	58	14.5	50	9.3	45
2008	291	356	1.22	39.1	62	16.5	48	8.3	38	5.0	33
2009	227	307	1.35	29.6	44	13.9	27	7.7	17	5.0	12

Les rémunérations des dirigeants :

Atteignent leur sommet en 2000...

S&P 500 Index and the NASDAQ Composite Index set to 100 in 1992 for purposes of comparison.

Total compensation (TDC2 in the Compustat database) is defined as "Total compensation for the individual year comprised of the following: Salary, Bonus, Other Annual, Total Value of Restricted Stock Granted, Net Value of Stock Options Exercised, Long-Term Incentive Payouts, and All Other Total".

%SO means the percent of total compensation that the whole set (100, 500, 1,500, or 3,000) of highest-paid executives derived from gains from exercising stock options.

Table 2. Total compensation of top executives of US-based corporations, average for 100, 500, 1500, and 3000 highest-paid executives, and the proportion of total compensation derived from gains from exercising stocks options, 1992-2009

Mean compensation in millions of 2009 US dollars

	S&P 500 Index	NAS-DAQ Index	NAS-DAQ/S&P	Top 100		Top 500		Top 1500		Top 3000	
				Mean \$m.	% SO						
1992	100	100	1.00	22.7	71	9.2	59	4.7	48	2.9	42
1993	109	119	1.10	20.9	63	9.0	51	4.7	42	3.1	36
1994	111	125	1.13	18.2	57	8.0	45	4.3	35	2.9	29
1995	131	155	1.18	20.5	59	9.6	48	5.2	40	3.4	34
1996	162	195	1.20	31.8	64	13.7	54	7.1	47	4.5	41
1997	210	243	1.16	43.3	72	18.2	61	9.3	55	5.8	49
1998	261	300	1.15	76.9	67	26.8	65	12.5	59	7.5	54
1999	319	462	1.45	68.8	82	27.4	71	13.2	63	7.9	57
2000	341	614	1.80	103.7	87	40.3	80	18.6	73	10.8	67
2001	284	332	1.17	62.1	77	23.6	66	11.3	58	6.8	53
2002	237	252	1.06	37.3	57	16.7	49	8.6	43	5.4	38
2003	232	275	1.18	48.2	64	20.9	55	10.7	48	6.7	43
2004	272	330	1.21	54.4	75	24.5	62	12.8	55	8.0	50
2005	290	348	1.20	66.3	78	28.1	63	14.2	56	8.9	51
2006	316	463	1.47	67.1	68	28.9	58	15.0	51	9.5	46
2007	354	428	1.21	59.4	69	27.3	58	14.5	50	9.3	45
2008	291	356	1.22	39.1	62	16.5	48	8.3	38	5.0	33
2009	227	307	1.35	29.6	44	13.9	27	7.7	17	5.0	12

Les rémunérations des dirigeants :

Et sont globalement à la hausse.

S&P 500 Index and the NASDAQ Composite Index set to 100 in 1992 for purposes of comparison.

Total compensation (TDC2 in the Compustat database) is defined as "Total compensation for the individual year comprised of the following: Salary, Bonus, Other Annual, Total Value of Restricted Stock Granted, Net Value of Stock Options Exercised, Long-Term Incentive Payouts, and All Other Total".

%SO means the percent of total compensation that the whole set (100, 500, 1,500, or 3,000) of highest-paid executives derived from gains from exercising stock options.

Table 2. Total compensation of top executives of US-based corporations, average for 100, 500, 1500, and 3000 highest-paid executives, and the proportion of total compensation derived from gains from exercising stocks options, 1992-2009

Mean compensation in millions of 2009 US dollars

	S&P 500 Index	NAS-DAQ Index	NAS-DAQ/S&P	Top 100		Top 500		Top 1500		Top 3000	
				Mean \$m.	% SO						
1992	100	100	1.00	22.7	71	9.2	59	4.7	48	2.9	42
1993	109	119	1.10	20.9	63	9.0	51	4.7	42	3.1	36
1994	111	125	1.13	18.2	57	8.0	45	4.3	35	2.9	29
1995	131	155	1.18	20.5	59	9.6	48	5.2	40	3.4	34
1996	162	195	1.20	31.8	64	13.7	54	7.1	47	4.5	41
1997	210	243	1.16	43.3	72	18.2	61	9.3	55	5.8	49
1998	261	300	1.15	76.9	67	26.8	65	12.5	59	7.5	54
1999	319	462	1.45	68.8	82	27.4	71	13.2	63	7.9	57
2000	341	614	1.80	103.7	87	40.3	80	18.6	73	10.8	67
2001	284	332	1.17	62.1	77	23.6	66	11.3	58	6.8	53
2002	237	252	1.06	37.3	57	16.7	49	8.6	43	5.4	38
2003	232	275	1.18	48.2	64	20.9	55	10.7	48	6.7	43
2004	272	330	1.21	54.4	75	24.5	62	12.8	55	8.0	50
2005	290	348	1.20	66.3	78	28.1	63	14.2	56	8.9	51
2006	316	463	1.47	67.1	68	28.9	58	15.0	51	9.5	46
2007	354	428	1.21	59.4	69	27.3	58	14.5	50	9.3	45
2008	291	356	1.22	39.1	62	16.5	48	8.3	38	5.0	33
2009	227	307	1.35	29.6	44	13.9	27	7.7	17	5.0	12

La part des *stock options* est très importante.

S&P 500 Index and the NASDAQ Composite Index set to 100 in 1992 for purposes of comparison.

Total compensation (TDC2 in the Compustat database) is defined as "Total compensation for the individual year comprised of the following: Salary, Bonus, Other Annual, Total Value of Restricted Stock Granted, Net Value of Stock Options Exercised, Long-Term Incentive Payouts, and All Other Total".

%SO means the percent of total compensation that the whole set (100, 500, 1,500, or 3,000) of highest-paid executives derived from gains from exercising stock options.

Table 2. Total compensation of top executives of US-based corporations, average for 100, 500, 1500, and 3000 highest-paid executives, and the proportion of total compensation derived from gains from exercising stocks options, 1992-2009

Mean compensation in millions of 2009 US dollars

	S&P 500 Index	NAS-DAQ Index	NAS-DAQ/S&P	Top 100		Top 500		Top 1500		Top 3000	
				Mean \$m.	% SO						
1992	100	100	1.00	22.7	71	9.2	59	4.7	48	2.9	42
1993	109	119	1.10	20.9	63	9.0	51	4.7	42	3.1	36
1994	111	125	1.13	18.2	57	8.0	45	4.3	35	2.9	29
1995	131	155	1.18	20.5	59	9.6	48	5.2	40	3.4	34
1996	162	195	1.20	31.8	64	13.7	54	7.1	47	4.5	41
1997	210	243	1.16	43.3	72	18.2	61	9.3	55	5.8	49
1998	261	300	1.15	76.9	67	26.8	65	12.5	59	7.5	54
1999	319	462	1.45	68.8	82	27.4	71	13.2	63	7.9	57
2000	341	614	1.80	103.7	87	40.3	80	18.6	73	10.8	67
2001	284	332	1.17	62.1	77	23.6	66	11.3	58	6.8	53
2002	237	252	1.06	37.3	57	16.7	49	8.6	43	5.4	38
2003	232	275	1.18	48.2	64	20.9	55	10.7	48	6.7	43
2004	272	330	1.21	54.4	75	24.5	62	12.8	55	8.0	50
2005	290	348	1.20	66.3	78	28.1	63	14.2	56	8.9	51
2006	316	463	1.47	67.1	68	28.9	58	15.0	51	9.5	46
2007	354	428	1.21	59.4	69	27.3	58	14.5	50	9.3	45
2008	291	356	1.22	39.1	62	16.5	48	8.3	38	5.0	33
2009	227	307	1.35	29.6	44	13.9	27	7.7	17	5.0	12

S&P 500 Index and the NASDAQ Composite Index set to 100 in 1992 for purposes of comparison.

Total compensation (TDC2 in the Compustat database) is defined as "Total compensation for the individual year comprised of the following: Salary, Bonus, Other Annual, Total Value of Restricted Stock Granted, Net Value of Stock Options Exercised, Long-Term Incentive Payouts, and All Other Total".

%SO means the percent of total compensation that the whole set (100, 500, 1,500, or 3,000) of highest-paid executives derived from gains from exercising stock options.

Elles le sont d'autant plus lors des périodes où les rémunérations sont les plus élevées.

I. La matrice américaine

C. Conséquences : les ennemis des actionnaires

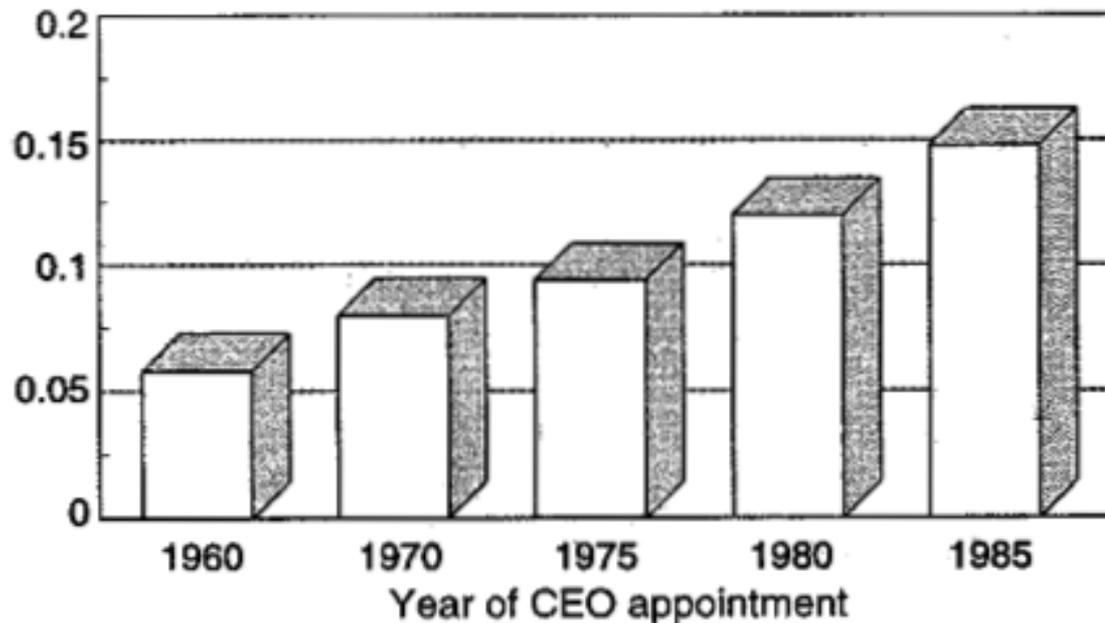
1. La fin de l'ère des managers ?

Les rémunérations sont-elles la contrepartie d'un risque accru ?

Le risque s'accroît effectivement...

Figure 8.2 CEO Turnover During Fifth Year in Office Among Large Manufacturers, by Year of CEO Appointment, 1960-85

Likelihood of turnover



I. La matrice américaine

C. Conséquences : les ennemis des actionnaires

1. La fin de l'ère des managers ?

Les rémunérations sont-elles la contrepartie d'un risque accru ?

Le risque s'accroît effectivement, mais il reste modéré

Table 8.1 CEO Age, Years in Office, and Salary and Bonuses for Largest 1,000 Companies, 1986-92

	Average years as CEO	Average years with company	Average age	Average salary and bonuses
1986	9	23	56	\$651,000
1987	9	24	56	685,000
1988	9	23	56	787,000
1989	8	23	56	841,000
1990	8	22	56	868,000
1991	8	21	56	878,000
1992	9	21	56	984,000

Source: Business Week, various issues.

I. La matrice américaine

C. Conséquences : les ennemis des actionnaires

1. La fin de l'ère des managers ?

Les rémunérations sont-elles la contrepartie d'un marché concurrentiel?
Manifestement, non : les CEO sont recrutés dans des marchés internes.

Table 8.1 CEO Age, Years in Office, and Salary and Bonuses for Largest 1,000 Companies, 1986-92

	Average years as CEO	Average years with company	Average age	Average salary and bonuses
1986	9	23	56	\$651,000
1987	9	24	56	685,000
1988	9	23	56	787,000
1989	8	23	56	841,000
1990	8	22	56	868,000
1991	8	21	56	878,000
1992	9	21	56	984,000

Source: Business Week, various issues.

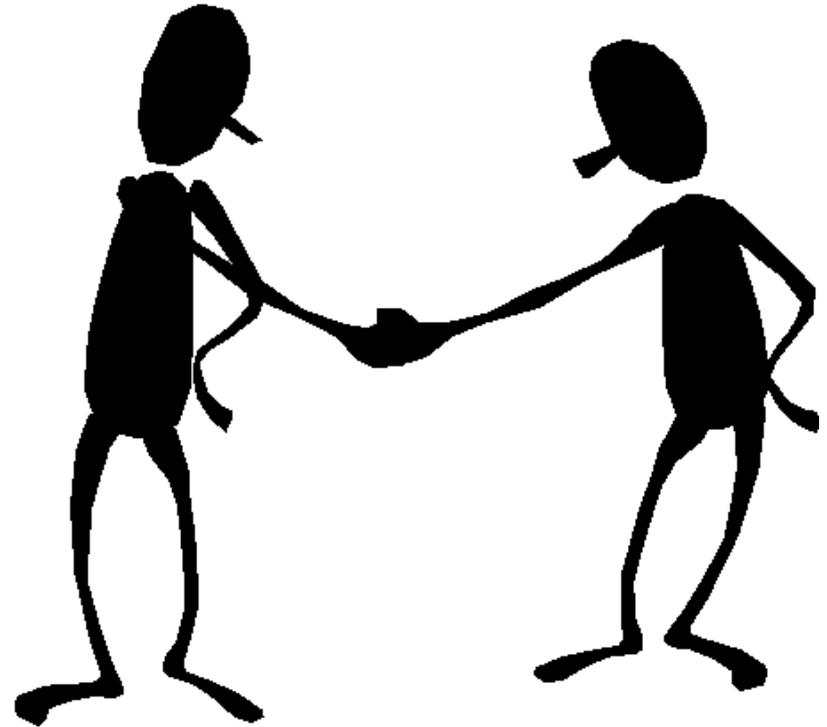
I. La matrice américaine

C. Conséquences : les ennemis des actionnaires

1. La fin de l'ère des managers ?

L'explication de la rémunération des dirigeants est assez conforme aux principes de la théorie de l'agence :

Si vous voulez avoir des amis, payez les beaucoup, et de telle manière qu'ils aient vraiment intérêt à être vos amis.



I. La matrice américaine

C. Conséquences : les ennemis des actionnaires

2. Les salariés face aux actionnaires revigorés

Les conséquences de la valeur actionnariale sur la gestion des salariés (Fligstein et Shin, 2007).

- La chute du taux de syndicalisation ;
 - Le développement de plans sociaux, y compris en période de conjoncture économique favorable.
- ➔ La stratégie est-elle payante (pour l'actionnaire) ? Well, si on prend les plans sociaux, pas tellement...

I. La matrice américaine

C. Conséquences : les ennemis des actionnaires

2. Les salariés face aux actionnaires revigorés

Tableau 3 : Régressions des fusions, plans sociaux, investissement informatique, taux de syndicalisation, et taux de profit, 1984-2000 (Modèle à effets fixes)

	Variable dépendante														
	Fusion			Plans sociaux			Informatique			Syndicalisation			Taux de profit		
Fusions (lag)	1,123	(,014)	**	,003	(,001)	**	,0002	(,000)	*	-,001	(,003)		-,006	(,002)	**
Plans sociaux (lag)	1,789	(,843)	*	,084	(,033)	*	-,006	(,006)		-,117	(,210)		-,239	(,112)	*
Informatique (lag)	-2,501	(1,902)		,177	(,081)	*	,880	(,012)	**	-2,546	(,416)	**	,044	(,268)	
Syndicalisation (lag)	,025	(,190)		-,005	(,009)		,004	(,001)	**	,168	(,032)	**	-,043	(,027)	
Taux de profit (lag)	,147	(,255)			(,012)		,004	(,002)	**	-,131	(,057)	*	,404	(,030)	**
PIB (lag)	-8,487	(7,300)		,079	(,348)		,138	(,048)	**	3,209	(1,624)	*	4,674	(1,015)	**
ΔFusions	—	—		,003	(,002)	*	-,0001	(,000)		-,002	(,007)		-,005	(,005)	
ΔPlans sociaux	1,174	(,591)	*	—	—		,003	(,005)		-,026	(,154)		-,203	(,097)	*
ΔInformatique	-2,739	(4,948)		,160	(,236)		—	—		,949	(1,102)		1,702	(,693)	*
ΔSyndicalisation	-,032	(,148)		-,001	(,007)		,001	(,001)		—	—		-,043	(,021)	*
Δtaux de profit	-,263	(,235)		-,023	(,011)	*	,004	(,002)	*	-,107	(,052)	*	—	—	
ΔPIB	13,317	(12,371)		-1,231	(,589)	*	,138	(,082)	#	4,308	(2,753)		22,231	(1,577)	**

II. Contrepoints européens

A. L'Allemagne

Le capitalisme rhénan, contrepoint idéal-typique au cas Nord-Américain :

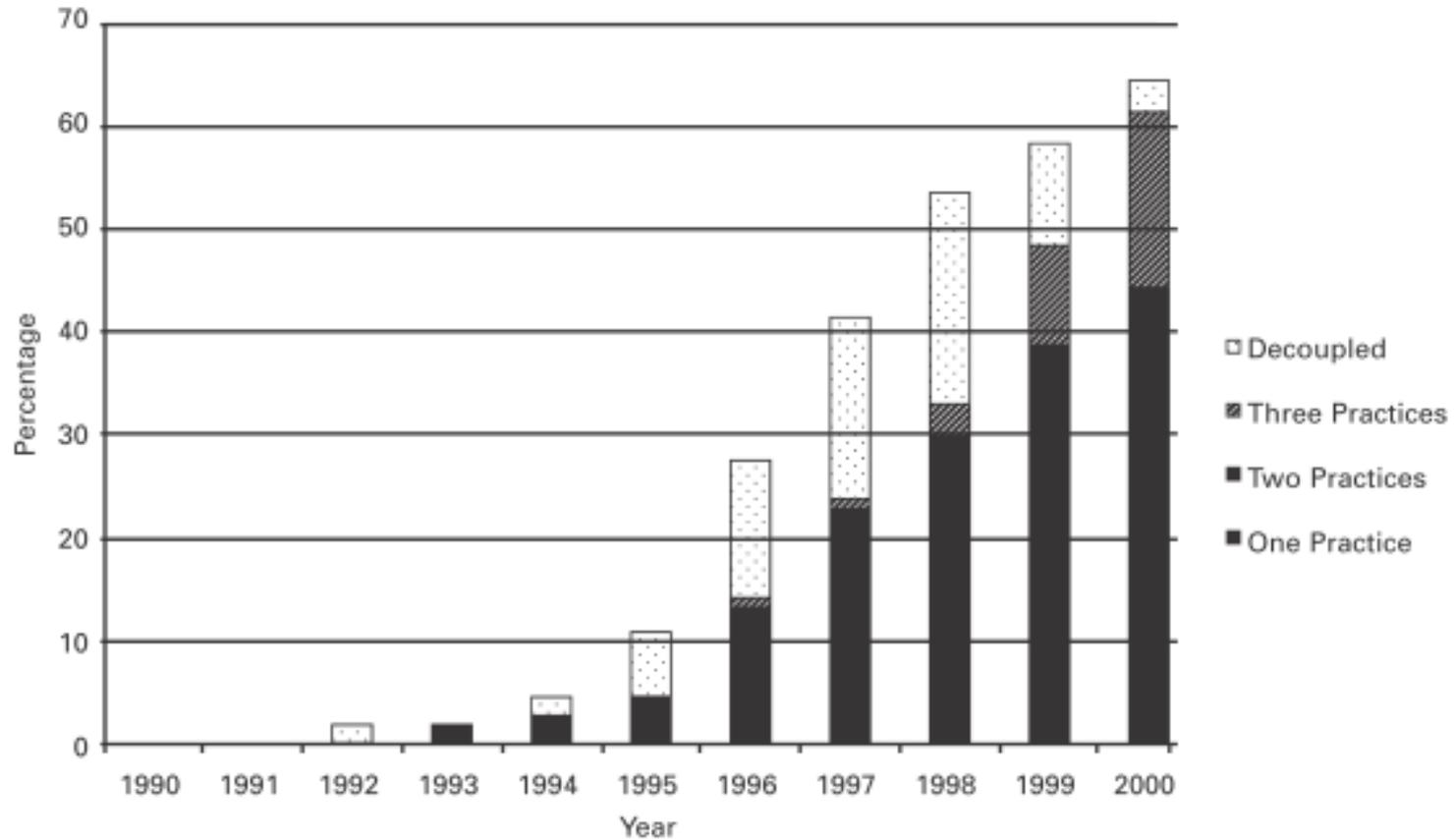
- Le pays du « capital patient ».
- La relation privilégiée des banques et de l'industrie.
- La firme comme organisme ;
- Le pays des cartels.

➔ Un contexte très défavorable à la valeur actionnariale ?
Regardons les discours et les pratiques (Fiss et Zajac, 2004).

II. Contrepoints européens

A. L'Allemagne

Figure 3. Shareholder value management espousal and implementation among the 100 largest German firms.



II. Contrepoints européens

A. L'Allemagne

Une importation en terre hostile ?

- « La mondialisation » n'explique pas la diffusion de la valeur actionnariale ;
- Le rôle des administrations locales : un choix politique.
- La formation des dirigeants : des ingénieurs aux juristes ;
- Les banques comme principal vecteur de diffusion.

Deutsche Bank



II. Contrepoints européens

B. La France

1. La *core competence*

La concentration sur une compétence centrale ? De la diversification à la stabilisation (Dhéry, 1995 ; Gonzalez et Picard, 2007).

Tableau 3

Évolutions de 1993 à 2000 des diversités médiane et moyenne de l'ensemble des groupes

	Médianes		Moyennes (pondérées)	
	1993	2000	1993	2000
Sans correction des proximités				
Y compris activités fonctionnelles (H_D)	0,45	0,45	0,59	0,57
Hors activités fonctionnelles (H_D^*)	0,39	0,38	0,55	0,51
Avec correction des proximités				
Y compris activités fonctionnelles (H_C)	0,16	0,16	0,30	0,27
Hors activités fonctionnelles (H_C^*)	0,13	0,13	0,29	0,26
Indicateurs de distance moyenne entre activités des groupes				
H_C/H_D	0,41	0,38	0,48	0,45
H_C^*/H_D^*	0,47	0,46	0,52	0,50

Lecture : la diversité moyenne s'obtient en pondérant l'indicateur relatif à un groupe par le nombre de salariés du groupe.

Champ : groupes, hors microgroupes de moins de 500 salariés, pérennes sur la période 1993-2000.

Source : Fute, BRN, Lifi, Insee.

II. Contrepoints européens

B. La France

2. Le partage de la valeur

Le capital : une part croissante... (Du Tertre et Guy, 2008).

Tableau 2. Evolution de la répartition de la valeur ajoutée brute des entreprises du SBF 250, de leurs dépenses d'investissement et de leurs moyens de financement

Moyenne par période en % de la VA brute	1992 1995 %	Vari- ation en pts	1996 2000 %	Vari- ation en pts	2001 2003 %	Vari- ation en pts	2004 2007 %	92-95 04-07 en pts
Répartition de la valeur ajoutée brute								
Salaires	66,4	-6,2	60,2	1,2	61,4	-6,6	54,8	-11,6
Impôts	3,3	3,0	6,3	0,5	6,8	1,8	8,6	5,3
Profit brut après impôts	30,3	3,2	33,5	-1,7	31,8	4,8	36,6	6,3
Partage du profit brut après impôts entre créanciers et actionnaires								
Intérêts versés	6,3	-2,5	3,8	-0,3	3,6	-0,5	3,1	-3,2
Résultat brut	24,0	5,7	29,7	-1,5	28,2	5,3	33,5	9,5
Affectation du résultat brut entre dividendes distribués et capacité d'autofinancement								
Dividendes versés	2,0	1,2	3,2	1,3	4,5	1,7	6,2	4,2
Autofinancement brut	22,0	4,5	26,5	-2,8	23,7	3,6	27,3	5,3
Dépense d'investissement brut et son financement								
= Investissement brut	24,7	8,5	33,2	-9,6	23,6	2,2	25,8	1,1
Autofinancement brut	22,0	4,5	26,5	-2,8	23,7	3,6	27,3	5,3
± Financement externe	2,7	4,0	6,7	-6,8	-0,1	-1,4	-1,5	-4,2

N.B. : L'interprétation de l'évolution de la répartition de la de valeur ajoutée brute, de l'investissement brut et de son financement doit tenir compte de la place occupée par la période considérée dans le déroulement du cycle des affaires. Selon cette perspective, ont été distinguées les phases montantes et descendantes, les premières sont délimitées par les dates de reprise et de pic, les secondes par les dates de ralentissement et de creux.

Source : Thomson Financial, Sociétés non financières du SBF 250, hors Vivendi et France Telecom.

II. Contrepoints européens

B. La France

2. Le partage de la valeur

Le capital : une part croissante qui ne remet pas en cause les capacités d'investissement des firmes... (Du Tertre et Guy, 2008).

Tableau 2. Evolution de la répartition de la valeur ajoutée brute des entreprises du SBF 250, de leurs dépenses d'investissement et de leurs moyens de financement

Moyenne par période en % de la VA brute	1992 1995 %	Vari- ation en pts	1996 2000 %	Vari- ation en pts	2001 2003 %	Vari- ation en pts	2004 2007 %	92-95 04-07 en pts
Répartition de la valeur ajoutée brute								
Salaires	66,4	-6,2	60,2	1,2	61,4	-6,6	54,8	-11,6
Impôts	3,3	3,0	6,3	0,5	6,8	1,8	8,6	5,3
Profit brut après impôts	30,3	3,2	33,5	-1,7	31,8	4,8	36,6	6,3
Partage du profit brut après impôts entre créanciers et actionnaires								
Intérêts versés	6,3	-2,5	3,8	-0,3	3,6	-0,5	3,1	-3,2
Résultat brut	24,0	5,7	29,7	-1,5	28,2	5,3	33,5	9,5
Affectation du résultat brut entre dividendes distribués et capacité d'autofinancement								
Dividendes versés	2,0	1,2	3,2	1,3	4,5	1,7	6,2	4,2
Autofinancement brut	22,0	4,5	26,5	-2,8	23,7	3,6	27,3	5,3
Dépense d'investissement brut et son financement								
= Investissement brut	24,7	8,5	33,2	-9,6	23,6	2,2	25,8	1,1
Autofinancement brut	22,0	4,5	26,5	-2,8	23,7	3,6	27,3	5,3
± Financement externe	2,7	4,0	6,7	-6,8	-0,1	-1,4	-1,5	-4,2

N.B. : L'interprétation de l'évolution de la répartition de la de valeur ajoutée brute, de l'investissement brut et de son financement doit tenir compte de la place occupée par la période considérée dans le déroulement du cycle des affaires. Selon cette perspective, ont été distinguées les phases montantes et descendantes, les premières sont délimitées par les dates de reprise et de pic, les secondes par les dates de ralentissement et de creux.

Source : Thomson Financial, Sociétés non financières du SBF 250, hors Vivendi et France Telecom.

II. Contrepoints européens

B. La France

2. Le partage de la valeur

Le capital : une part croissante qui ne remet pas en cause les capacités d'investissement des firmes, mais qui voit simultanément la part des salaires diminuer (Du Tertre et Guy, 2008).

Tableau 2. Evolution de la répartition de la valeur ajoutée brute des entreprises du SBF 250, de leurs dépenses d'investissement et de leurs moyens de financement

Moyenne par période en % de la VA brute	1992 1995 %	Vari- ation en pts	1996 2000 %	Vari- ation en pts	2001 2003 %	Vari- ation en pts	2004 2007 %	92-95 04-07 en pts
Répartition de la valeur ajoutée brute								
Salaires	66,4	-6,2	60,2	1,2	61,4	-6,6	54,8	-11,6
Impôts	3,3	3,0	6,3	0,5	6,8	1,8	8,6	5,3
Profit brut après impôts	30,3	3,2	33,5	-1,7	31,8	4,8	36,6	6,3
Partage du profit brut après impôts entre créanciers et actionnaires								
Intérêts versés	6,3	-2,5	3,8	-0,3	3,6	-0,5	3,1	-3,2
Résultat brut	24,0	5,7	29,7	-1,5	28,2	5,3	33,5	9,5
Affectation du résultat brut entre dividendes distribués et capacité d'autofinancement								
Dividendes versés	2,0	1,2	3,2	1,3	4,5	1,7	6,2	4,2
Autofinancement brut	22,0	4,5	26,5	-2,8	23,7	3,6	27,3	5,3
Dépense d'investissement brut et son financement								
= Investissement brut	24,7	8,5	33,2	-9,6	23,6	2,2	25,8	1,1
Autofinancement brut	22,0	4,5	26,5	-2,8	23,7	3,6	27,3	5,3
± Financement externe	2,7	4,0	6,7	-6,8	-0,1	-1,4	-1,5	-4,2

N.B. : L'interprétation de l'évolution de la répartition de la de valeur ajoutée brute, de l'investissement brut et de son financement doit tenir compte de la place occupée par la période considérée dans le déroulement du cycle des affaires. Selon cette perspective, ont été distinguées les phases montantes et descendantes, les premières sont délimitées par les dates de reprise et de pic, les secondes par les dates de ralentissement et de creux.

Source : Thomson Financial, Sociétés non financières du SBF 250, hors Vivendi et France Telecom.

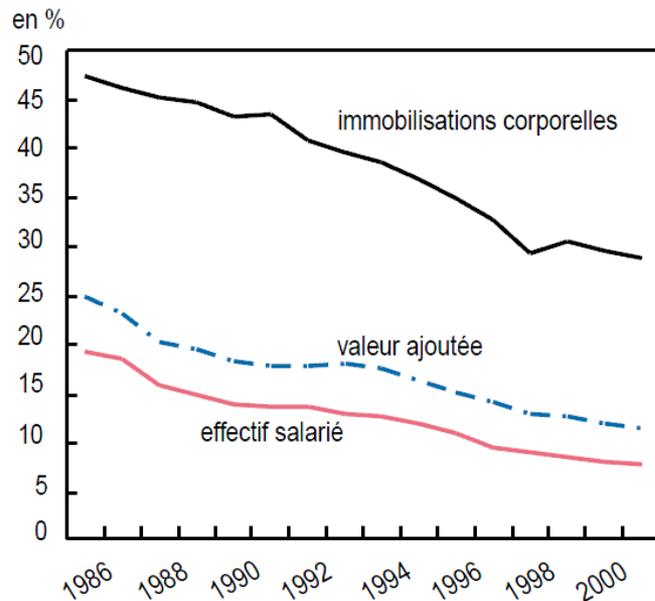
II. Contrepoints européens

B. La France

3. Des causes ? Les mutations de la propriété

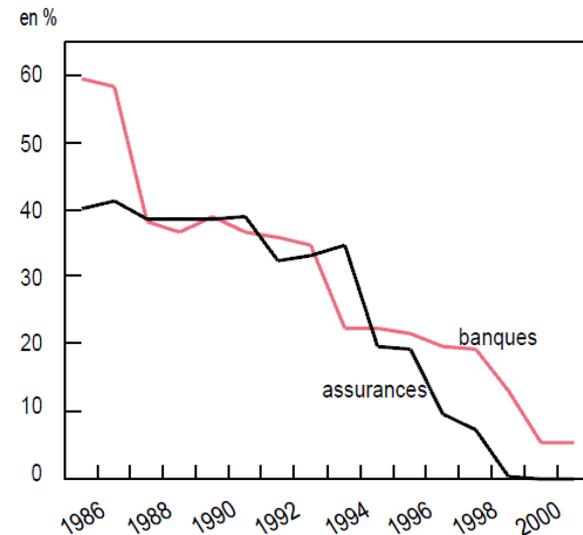
Le retrait de l'Etat (Loiseau, 2002)

② Le poids du secteur public



Sources : Recme, Lifi 1985 à 2000, Insee

③ Impact des privatisations sur les secteurs des banques et des assurances, selon les effectifs salariés



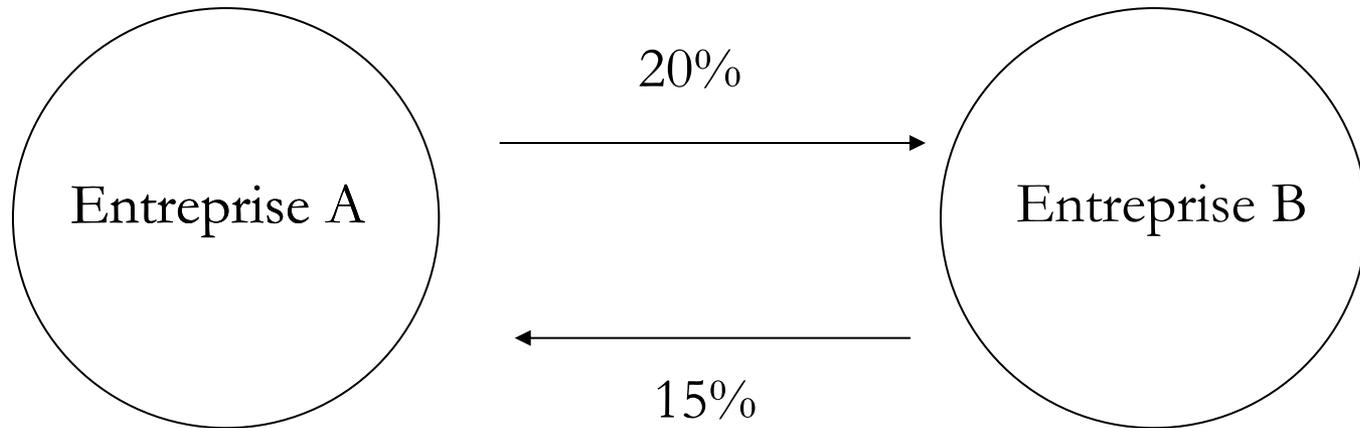
Sources : Recme, Lifi, Suse 1985 à 2000, Insee

II. Contrepoints européens

B. La France

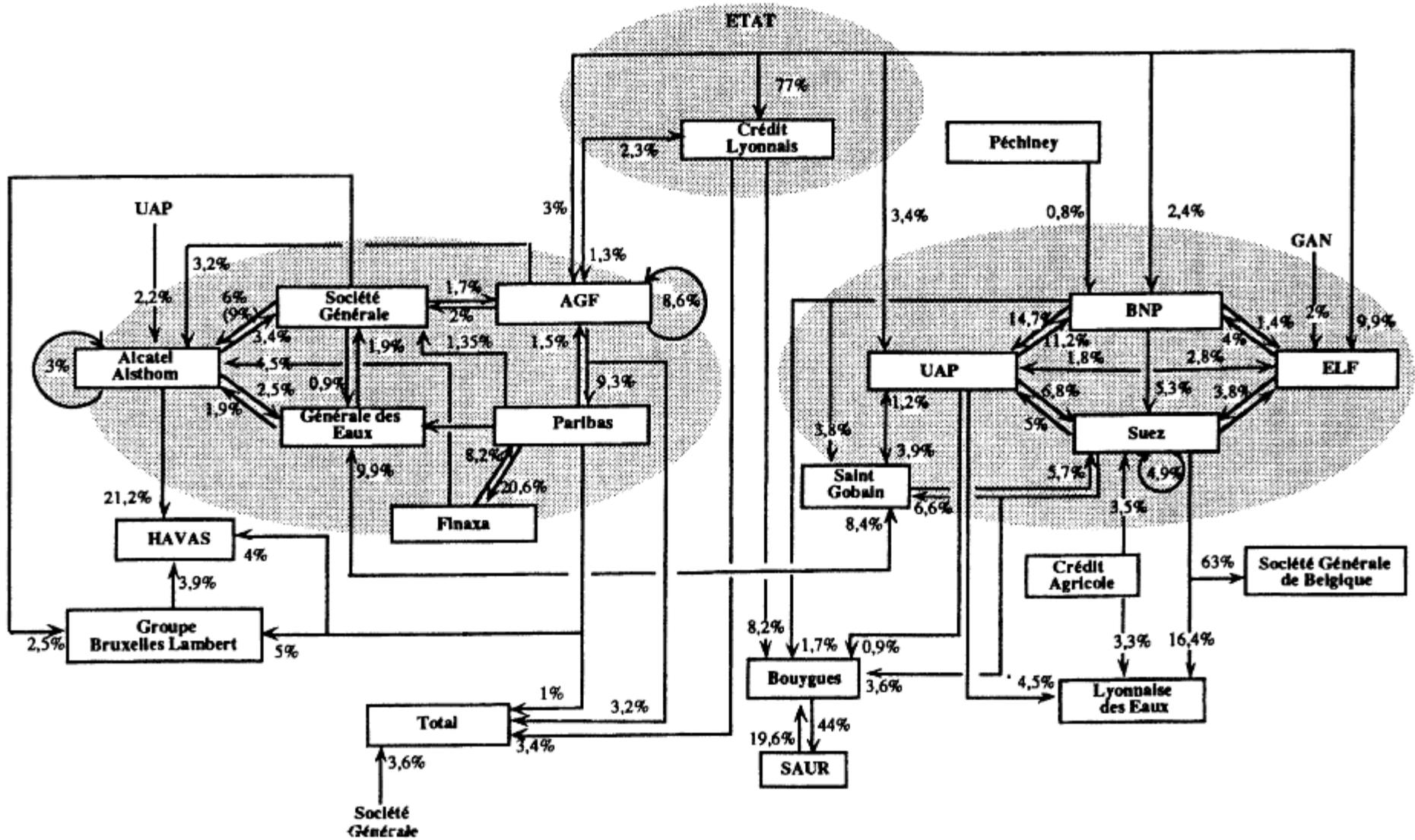
3. Des causes ? Les mutations de la propriété

Conserver le contrôle : auto-contrôle ou noyau dur.



Les privatisations : la reconduction des noyaux durs avec les privatisations des années 1980 et 1990 (Morin, 1996 ; Goldstein, 1996)...

Figure 2. Le cœur financier français (juin 1996)



II. Contrepoints européens

B. La France

3. Des causes ? Les mutations de la propriété

Les privatisations : la mise en place de noyaux durs...
...et leur dissolution rapide (Morin, 1998)

➔ Ok, mais qu'est-ce qui les remplace ?

La thèse de Morin (1998) : aux participations croisées qui fondent les noyaux durs se substituent de nouveaux acteurs – des investisseurs institutionnels nord-américains, qui imposent de nouvelles normes de gestion, celles de la valeur actionnariale.

II. Contrepoints européens

B. La France

3. Des causes ? Les mutations de la propriété

Disparition ou recomposition des noyaux durs ? A la fin des années 1990, la propriété des grandes firmes françaises demeurent toujours *très* concentrée

(Becht et Roëll,

1999 ;

Bloch & Kremp,

1999)...

Table 1

Median size (%) of largest ultimate outside voting block for listed industrial companies

Country	Number of companies	Median largest voting block
Austria	50	52.0
Belgium	121	50.6
- BEL20	20	45.1
Germany	374	52.1
- DAX30	30	11.0
Spain	193	34.2
France - CAC40	40	20.0
Italy	216	54.53
The Netherlands	137	43.5
United Kingdom*	250	9.9
United States - NYSE	1309	0 ^b
- NASDAQ	2831	0 ^b

II. Contrepoints européens

B. La France

3. Des causes ? Les mutations de la propriété

Ce maintien des noyaux durs s'explique notamment par la persistance de l'actionnariat familial (Windolf, 2002 ; De la Porta, 1999)

TABLEAU II. – *Composition de l'actionnariat en France (F) et en Allemagne (A)*

Type du propriétaire	Concentration de la propriété (%)										Total (%)			
	- 4,9		5 - 9,9		10 - 24,9		25 - 49,9		50 - 74,9		75 +		F	A
	F	A	F	A	F	A	F	A	F	A	F	A	F	A
Individus/familles	15,5	19,2	14,4	17,2	23,2	12,3	21,7	18,4	30,3	22,6	13,4	21,1	18,0	18,9
Firmes non financières														
– domestiques	14,2	19,2	16,1	25,0	17,3	30,1	25,2	21,1	21,2	49,2	17,0	46,3	17,0	36,1
– étrangères	10,1	6,4	8,0	6,3	10,8	2,7	19,1	5,3	18,2	9,4	39,2	21,4	16,0	11,7
Institutions														
– banques	20,8	20,5	17,2	20,3	15,1	23,3	13,0	18,4	10,1	2,8	11,3	0,6	16,3	10,8
– assurances	13,1	16,7	13,8	26,5	10,8	12,3	11,3	19,3	4,0	3,8	3,1	4,2	10,4	10,6
– SICAV	8,3	2,5	13,8	3,1	15,1	8,2	6,1	3,5	3,0	0,9	1,5	0,6	8,4	2,8
Acteurs publics	5,9	15,4	10,3	1,6	4,9	11,0	0,9	14,0	12,1	11,3	12,9	5,8	7,5	9,1
Autocontrôle	5,0	–	2,9	–	1,1	–	0,9	–	1,0	–	0,5	–	2,7	–
Employés	7,0	–	3,4	–	1,6	–	1,7	–	–	–	1,0	–	3,7	–
Total	F	A	F	A	F	A	F	A	F	A	F	A	F	A
N	457	78	174	64	185	146	115	114	99	106	194	313	1 224	821
%	37,3	9,5	14,2	7,8	15,1	17,8	9,4	13,9	8,1	12,9	15,8	38,1	100	100

II. Contrepoints européens

B. La France

3. Des causes ? Les mutations de la propriété

La croissance des investisseurs institutionnels

(Coriat, 2008 ; Saïdane, 2005) ?

Tableau n° 1
Structure de la détention d'actions cotées
(en %)

	1991 a)	2001		1991 a)	2001
Italie			France		
ENF et administrations publiques	38,1	42,5	ENF et administrations publiques	28,5	29,7
Intermédiaires financiers dont	25,5	34,3	Intermédiaires financiers dont	28	34,4
<i>Institutions financières monétaires</i>	5,2	4,4	<i>Institutions financières monétaires</i>	9,7	8,3
<i>Assu., Fds de pension et autres IF</i>	20,3	29,9	<i>Assu., Fds de pension et autres IF</i>	18,3	26,1
Ménages	29,1	15,5	Ménages	25,8	7,8
Reste du monde	7,3	7,7	Reste du monde	17,7	28,1
Allemagne			Royaume-Uni		
ENF et administrations publiques	42	33,2	ENF et administrations publiques	16,6	24,1
Intermédiaires financiers	23	36,6	Intermédiaires financiers dont	59,1	47,1
<i>Institutions financières monétaires</i>	12,7	13,0	<i>Institutions financières monétaires</i>	1,6	1,9
<i>Assu., Fds de pension et autres IF</i>	10,3	23,7	<i>Assu., Fds de pension et autres IF</i>	57,5	45,3
Ménages	22,4	15,3	Ménages	15,6	8,7
Reste du monde	12,7	14,9	Reste du monde	8,7	20,1
Espagne			États-Unis		
ENF et administrations publiques	24,5	31,2	ENF et administrations publiques	0,1	0,8
Intermédiaires financiers dont	14,9	20,0	Intermédiaires financiers dont	41,3	49,6
<i>Institutions financières monétaires</i>	9,4	8,1	<i>Institutions financières monétaires</i>	0,3	0,2
<i>Assu., Fds de pension et autres IF</i>	5,5	11,9	<i>Assu., Fds de pension et autres IF</i>	41	49,4
Ménages	25,9	20,7	Ménages	52,4	39,5
Reste du monde	34,7	28,0	Reste du monde	6,1	10,1

a) chiffres de 1995 pour l'Espagne et l'Italie.

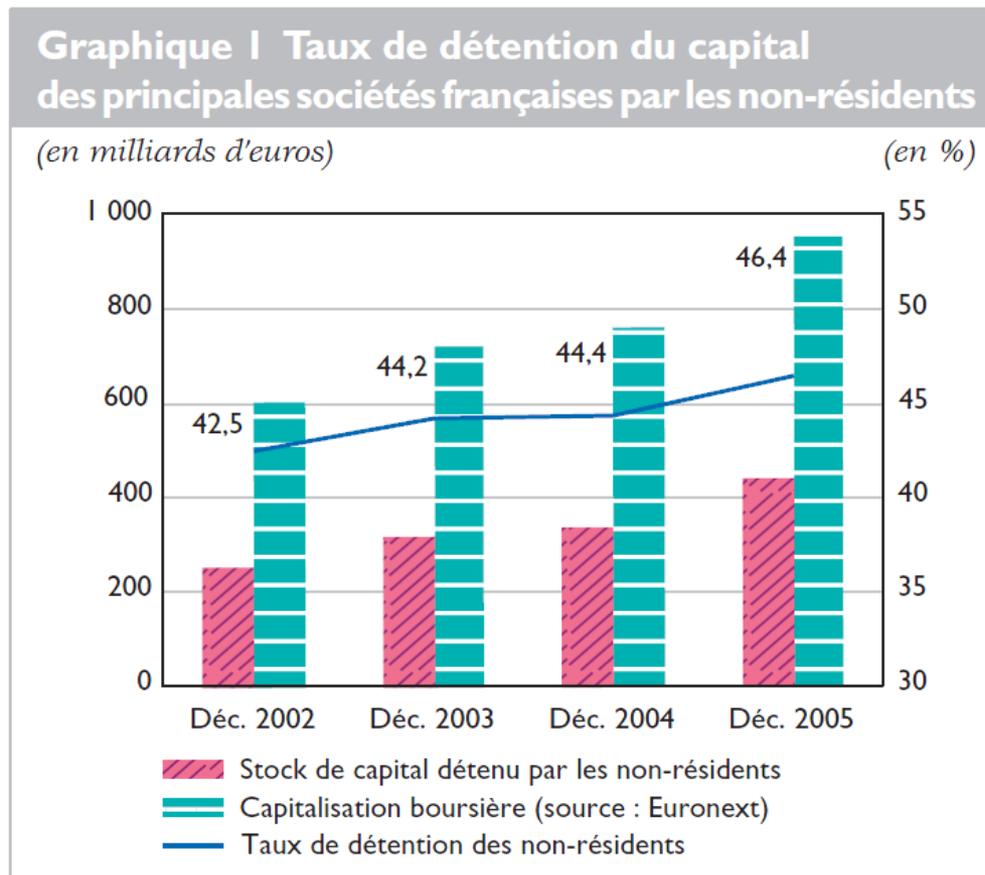
Source : chiffres traités d'après les données de Augory et Pansard (2003).

II. Contrepoints européens

B. La France

3. Des causes ? Les mutations de la propriété

La croissance des investisseurs étrangers (Poulain, 2005)...



II. Contrepoints européens

B. La France

3. Des causes ? Les mutations de la propriété

...particulièrement dans la propriété des entreprises du « cœur financier » (Morin, 1998)

**Exemples de pénétration du capital étranger
dans le capital de sociétés françaises
appartenant au système des participations croisées (fin 1997)**

Entreprises françaises du coeur financier	Part de capital détenue par les étrangers	Part détenue par les OPCVM étrangers
Alcatel	40 %	19,81 %
AGF	42 %	8,61 %
AXA UAP	37 %	7,42 %
BNP	35 %	14,56 %
Elf	51 %	12,11 %
Générale des Eaux	42 %	10,13 %
Paribas	38 %	8,94 %
Société Générale	45 %	11,32 %
Suez Lyonnaise	39 %	8,64 %

Source : à partir de Sisife-Lerep

A lire pour la prochaine fois

Davis, G.F., « The rise and fall of finance and the end of a society of organizations », *Academy of management perspectives*, 23 (3), 27-44.

Parties « Securitization and the changing nature of banking » et « The impact on households » (**Soit 5 pages en tout**).

Question possible pour l'examen

Le manager est-il l'allié de l'actionnaire (commune avec les séances 8 & 9).