



MARCHÉ BOURSIER ET GOUVERNANCE DES ENTREPRISES DE LA DÉFENSE

par Bertrand LEMENNICIER et Joël HERMET

Dans le cadre des liens entre le marché boursier et les entreprises de défense, cet article se demande si les spécificités du secteur de la défense induisent des modalités particulières de gouvernement d'entreprise («corporate governance») ? Les liens avec l'État des entreprises de défense, ou les caractéristiques de leur processus productif, pourraient notamment se traduire par des relations entre actionnaires et dirigeants qui les distinguent des entreprises comparables.

Après avoir présenté la littérature et les données utilisées, l'article apprécie l'influence du contexte de la gouvernance sur la forme de rémunération des dirigeants puis sur les performances économiques des entreprises. Une comparaison systématique est menée entre les entreprises de la défense et les entreprises comparables opérant dans d'autres secteurs économiques.

LES MODÈLES SHAREHOLDERS ET STAKEHOLDERS

Les relations entre entreprises, marché boursier et performances économiques sont discutées par les économistes depuis une trentaine d'années. Cette question renvoie notamment à la diversité des formes institutionnelles du capitalisme. Dans les années 1980-1990, les modèles japonais et allemand ont été mis en regard du modèle américain en matière de performances économiques et de cohésion sociale. Le modèle des «shareholders», où sont uniquement considérés les objectifs des actionnaires et des dirigeants, a ainsi été opposé à celui des «stakeholders» où l'ensemble des partenaires, clients, fournisseurs, employés ou tiers extérieurs à la firme sont considérés comme parties prenantes de la gestion de l'entreprise.

Si la théorie du gouvernement d'entreprise aborde à la fois la question du partage des risques entre actionnaires et dirigeants et celle des incitations à maximiser le profit, seul ce dernier point est abordé ici, au travers de l'analyse du système de rémunération des dirigeants. Dans la vision shareholders, le gouvernement d'entreprise peut alors être caractérisée par les moyens qu'utilisent les actionnaires pour s'assurer que les dirigeants tirent le profit maximum des capitaux qu'ils apportent (Shleifer et Vishny, 1997).

Il existe en effet un conflit d'intérêt potentiel entre les propriétaires d'une firme et les dirigeants. Les premiers délèguent aux seconds leur autorité pour qu'ils prennent des décisions qui maximisent la valeur actualisée des profits de la firme. Mais les dirigeants peuvent profiter de cette délégation pour prendre des décisions qui maximisent leurs objectifs propres et non ceux des actionnaires. Les actionnaires, contrôlant partiellement des dirigeants qui ont potentiellement des intérêts qui vont à leur rencontre, devront offrir aux dirigeants une compensation sous forme de rémunération accrue pour qu'ils choisissent les projets qui maximisent la valeur actionnariale de la firme.

LES AUTEURS

Bertrand LEMENNICIER,
directeur de l'Institut de Recherche sur
la Gouvernance et l'Économie des Institutions
(IRGEI), est professeur d'économie
à Sorbonne Universités, Panthéon-Assas.

Joël HERMET,
est professeur agrégé de sciences économiques
en classes préparatoires à l'école de commerce HEC
Paris et doctorant de l'IRGEI.

L'observatoire économique
de la défense diffuse Ecodef par
messagerie électronique (format pdf).

Si vous êtes intéressés par
cette formule, veuillez adresser
votre courriel à :

oed@sga.defense.gouv.fr

Découvrez
toutes les publications du secrétariat
général pour l'administration sur :

Internet >
www.defense.gouv.fr/sga

Intranet >
www.sga.defense.gouv.fr

ou sur simple demande à

SGA/Com au 01 42 19 77 46



MINISTÈRE
DE LA DÉFENSE
ET DES
ANCIENS COMBATTANTS

SGA
Secrétariat général pour l'administration

DIRECTION
DES AFFAIRES FINANCIÈRES



La gouvernance d'entreprise peut alors être appréhendée au travers de l'arrangement contractuel établi entre actionnaires et dirigeants. Cet arrangement définit des modalités devant assurer un contrôle des actionnaires sur les décisions prises par les dirigeants, dans le but que ces derniers maximisent les profits de la firme et non leurs intérêts personnels. Mais, l'exercice et les modalités du contrôle ont un coût. Celui-ci dépend de la nature de la firme, du marché sur lequel elle opère et du cadre institutionnel et juridique dans lequel elle évolue.

Les modalités de contrôle choisies seront a priori celles qui minimisent le coût de contrôle à profit donné ou, d'une manière duale, celles qui maximisent les profits de la firme nets des coûts liés aux modalités de gouvernance [Hart (2011), Adams et alii (2010)]. La forme de rémunération doit alors permettre

de déconnecter la question de l'efficacité économique de celle de la distribution du profit entre dirigeants et actionnaires, par l'achat du consentement de l'une ou l'autre partie.

LES DONNÉES UTILISÉES

Les 100 premières firmes de défense dans le monde, selon le classement en 2009 de Defense News¹, sont comparées avec un échantillon témoin constitué d'entreprises qui sont considérées par les firmes de défense elles-mêmes comme des firmes comparables («peer group»²). Le tableau ci-dessous décrit les caractéristiques des échantillons à partir desquels ont été conduits les tests économétriques.

Tableau : différences de moyenne entre les entreprises de défense et le «peer group» (année 2009)

	Firmes de défense	Firmes autres secteurs
Taille du groupe (nombre de firmes)	67³	67³
Moyenne dans chaque groupe :		
Part du 1 ^{er} actionnaire	16.49%	15.60%
Part des insiders et stakeholders	14.07%	12.11%
Part des institutionnels	62.20%	59,24%
Part de l'actionariat familial	2.76%	2.87%
1 ^{er} actionnaire public	18%	3%
Part fixe sur rémunération totale	29.43%	24.7%
Durée du mandat (années)	6.43	3.79
Nombre membres extérieurs sur total membres du CA	38.5%	37.2%
Taille du Board (nombre de membres)	21	21
Nombre d'employés	54 231	49 892
Taux de profit net	5.2%	5.6%
Nombre de «joint-ventures» (1999-2009)	0.47	0.67
Nombre d'acquisitions (1999-2009)	16	18
Nombre de ventes (1999-2009)	5	6
Volatilité des cours boursiers (2004-2009)	0.29	0.33

Source : auteurs, avec les données de Thomson Reuters

¹ <http://www.defensenews.com/index.php>

² Les firmes de défense indiquent des firmes d'autres secteurs comme étant comparables sur le plan de la rémunération de leurs dirigeants. On trouve le nom de ces firmes dans les «proxy statements».

³ Si la comparaison des principaux ratios porte sur 100 entreprises, seules 67 d'entre elles ont été retenues dans l'analyse économétrique. Les autres, n'ayant pas donné d'information sur toutes les variables, ont été exclues de l'échantillon.



LA RÉMUNÉRATION DES DIRIGEANTS DÉPEND DES CONDITIONS DE GOUVERNANCE

Une série de constats peut être établie quel que soit le secteur d'activité de l'entreprise. La part fixe de la rémunération du directeur général (DG) est d'autant plus forte que l'actionnariat est familial (disposant donc d'un meilleur contrôle) et que l'action est volatile. La part variable de la rémunération du DG est d'autant forte que le DG cumule ses fonctions de DG avec celle de président du conseil d'administration. Cette configuration augmente de 40% la probabilité de recevoir des *restricted stock awards*⁴. L'indépendance du conseil d'administration, au sens d'un pourcentage élevé de membres extérieurs, est sans effet sur l'attribution de *restricted stock awards*. La part des bonus dans la rémunération des DG s'accroît avec l'indépendance du conseil d'administration et la volatilité des cours boursiers.

L'appartenance au secteur de la défense n'a pas d'effet significatif sur l'attribution de bonus. Opérer dans le secteur de la défense diminue cependant la probabilité de distribuer des *restricted stock awards* de 38%.

La forme de la rémunération apparaît ainsi dépendante des problèmes relatifs à la séparation entre les gérants et les propriétaires. Les bonus partagent les risques, les *restricted stock awards* partagent le pouvoir. Les bonus ont la préférence des actionnaires, les *restricted stock awards* celle des managers.

LA STRUCTURE DES DROITS DE PROPRIÉTÉ ET LA GOUVERNANCE N'ONT PAS D'IMPACT SUR LES PERFORMANCES ÉCONOMIQUES

La responsabilité de la gestion de l'entreprise est normalement dans les mains des actionnaires. Ce sont eux qui grâce à leur droit de vote, élisent une équipe dirigeante, choisie sur un «marché» des dirigeants, et à qui ils délèguent la plupart des décisions courantes d'investissement et de gestion de la firme. En conséquence, le pouvoir de contrôle des actionnaires sur les dirigeants et réciproquement devrait être étroitement lié à la structure de vote et à la dispersion ou la concentration des droits de votes dans les mains de certains actionnaires.

Or, il apparaît que, quel que soit le secteur d'activité, la structure de la propriété et la distribution du pouvoir entre actionnaires et dirigeants sont sans incidence sur la maximisation des profits

et la valeur boursière de la firme. En effet, à partir des données disponibles, la régression linéaire par la méthode des moindres carrés ordinaires montre que les principaux ratios financiers représentatifs du profit⁵ sont insensibles à la plupart des variables liées à la structure de l'actionnariat. Ils ne sont pas non plus corrélés à l'indépendance ou à la structure du conseil d'administration.

De la même manière, la gouvernance pour les firmes de défense et leur «peer group» n'a pas d'impact sur la maximisation du profit. Un tel résultat était déjà observé par Stigler et Friedland (1983) avec un échantillon portant sur les années 1928-29 et 1930-32. La structure des droits de propriété et la gouvernance n'ont donc pas d'impact sur les profits de la firme, à taille financière identique.

Un tel résultat peut apparaître étonnant si on songe aux liens potentiels entre performance et qualité du gouvernement d'une entreprise. Pourtant, ce résultat est prévisible. D'une part, les modalités de la gouvernance sont des coûts fixes de transaction et donc n'affectent pas le niveau optimal de la production mais le partage du profit entre actionnaires et dirigeants. D'autre part, les formes de rémunération ont pour objet de compenser la perte de pouvoir de l'une des parties si elle se fait en faveur de l'autre, de telle sorte que cette distribution du pouvoir soit sans incidence sur l'efficacité économique. La valeur de la firme sur le marché boursier sera toujours maximisée grâce à des transferts monétaires entre les actionnaires et les dirigeants des entreprises.

Ainsi :

1. la structure des droits de propriété et les modalités de la gouvernance n'ont pas d'impact sur les performances économiques,
2. les modalités de la gouvernance affectent uniquement la forme de la rémunération des dirigeants.

LA GOUVERNANCE N'A PAS D'IMPACT SUR LES STRATÉGIES D'ACQUISITIONS, DE VENTES ET DE DIVERSIFICATION DES FIRMES

Empiriquement, il n'est pas non plus relevé d'impact des modalités de gouvernance sur les stratégies d'acquisition, de vente et de diversification des entreprises, et ceci quel que soit le secteur d'activité de l'entreprise. Ce résultat s'explique par le fait que, lorsqu'une firme s'engage dans une acquisition ou une vente, il s'agit d'une stratégie d'investissement sans changement de la structure du pouvoir.

⁴ Il s'agit en l'occurrence du Q de Tobin, qui mesure le rapport entre la valeur boursière de la firme et la valeur des actifs, du ROE, qui est le résultat net sur les capitaux propres, et du ROA, qui est le résultat net sur les actifs.

⁵ Attribution d'actions assujetties à des restrictions. Il s'agit d'actions que le dirigeant pourra vendre seulement s'il satisfait à certaines conditions telles que l'emploi continu dans l'entreprise pendant une période minimale ou la réalisation de certains objectifs financiers.



Malgré une influence de l'État plus importante, le secteur de la défense ne diffère donc pas des autres secteurs de l'économie en matière de lien entre gouvernance, performance et stratégie industrielle. On peut cependant relever trois caractéristiques du secteur : une moindre propension à verser des «*restricted stock awards*», une part fixe de la rémunération plus élevée et un mandat du DG plus long. La question de savoir si elles peuvent être l'effet de spécificités du secteur de la défense reste l'objet d'une autre recherche.

Bertrand LEMENNICIER
et Joël HERMET



BIBLIOGRAPHIE

Adams R., Hermalin B. et Weisbach M. (2010), «The Role of Boards of Directors in Corporate Governance: A Conceptual Framework and Survey», *Journal of Economic Literature*, March, 58-107.

Hart O. (2011), «Thinking about the Firm: A Review of Daniel Spulber's The Theory of the Firm» *Journal of Economic Literature*, March.

Shleifer A. et Vishny R. (1997), «A Survey of Corporate Governance», *The Journal of Finance*, Vol 52, 737-783.

Stigler G. et Friedland C. (1983), «The Literature of Economics : the Case of Berle and Means», *Journal of Law and Economics*, vol. XXVI, June, 237-268.

SOMMAIRE DES DERNIERS ÉCODEF PARUS

ÉCODEF 52 - Octobre 2009

Contrat de partenariat et dépense de défense

- Présentation du contrat de partenariat et enjeux pour la défense
Avantages et limites des contrats de partenariats
Alban PRAQUIN, Observatoire économique de la défense

ÉCODEF 53 - Novembre 2010

Les budgets de la défense au Royaume-Uni et en Allemagne : les projets d'ajustements

- Les discussions budgétaires outre-manche
- Les discussions budgétaires outre-rhin
Sophie de VAUCORBEIL,
Sylvain MOURA, chargés d'études à l'observatoire économique de la défense

ÉCODEF 54 - Février 2011

L'État dans le financement de la R&D militaire des entreprises

- Les motifs de l'intervention publique
- Des volumes financiers significatifs pour les entreprises
Sylvain MOURA, Chargé d'études à l'observatoire économique de la défense

À PARAÎTRE EN DÉCEMBRE 2011

ÉCODEF 57

Comparaison des efforts de défense de la France et du Royaume-Uni

Frank SAMMETH, chargé d'études à l'observatoire économique de la défense

disponible sur : www.defense.gouv.fr/sga/le-sga-en-action/economie-et-statistiques/ecodef (téléchargement pdf)

ou

sur simple demande à : oed@sga.defense.gouv.fr