



HAL
open science

Enracinement des dirigeants et richesse des actionnaires

Benoît Pigé

► **To cite this version:**

Benoît Pigé. Enracinement des dirigeants et richesse des actionnaires. Finance Contrôle Stratégie, 1998. hal-02175777

HAL Id: hal-02175777

<https://hal.science/hal-02175777v1>

Submitted on 6 Jul 2019

HAL is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.

Benoît Pigé

Professeur des Universités en Sciences de Gestion

Directeur de l'IAE de Franche-Comté

Article publié dans :

« Enracinement des dirigeants et richesse des actionnaires », Finance Contrôle Stratégie, Vol.1, N°3, pp.131-158, septembre, 1998.

ENRACINEMENT DES DIRIGEANTS ET RICHESSE DES ACTIONNAIRES

Résumé (mots clés : enracinement, dirigeants, performance, gouvernement d'entreprise)

Dans la relation d'agence qui unit les actionnaires au dirigeant, chacun cherche à renforcer son pouvoir de négociation. Le Pdg, en tant qu'agent, est incité à accroître son enracinement pour réduire son risque de révocation. Le modèle d'enracinement développé intègre l'appartenance à des réseaux relationnels tant internes qu'externes ainsi que le niveau des efforts fournis tel qu'il transparait dans la performance antérieure de l'entreprise. A partir d'un échantillon de 1747 observations annuelles concernant 258 Pdg d'entreprises cotées au cours de la période 1966-1990, nous avons évalué l'importance des réseaux relationnels internes et de la performance antérieure en établissant une mesure de l'enracinement du dirigeant. Il semble qu'il existe un optimum d'enracinement susceptible d'offrir une performance annuelle boursière supérieure au marché.

Abstract (entrenchment, CEO, performance, corporate governance)

In the agency relation between the shareholders and the CEO, everybody try to reinforce his or her position. For the CEO, it means the pursuit of a better entrenchment, which allows him to reduce the risk of being dismissed. The entrenchment model develops the importance for the CEO to get internal or external connections and to make efforts in order to attain a higher performance. From a sample of 1747 annual observations concerning 258 CEOs of public firms for the 1966-1990 period, empirical measures allow us to estimate the importance of internal networks and past performance by establishing a measure of CEO entrenchment. Furthermore, we observed, for the shareholders, the existence of an optimum of CEO entrenchment which could give a better shareholder return as compared to the market.

Dans les grandes sociétés par actions, les problèmes d'asymétrie de l'information entre dirigeants et actionnaires peuvent être déterminants pour la performance de l'entreprise [M.C. Jensen et W.H.Meckling 1976]. La majorité des études sur la relation d'agence se sont intéressées aux mécanismes d'incitation mis en place par les actionnaires ou résultant des marchés [E.P.H. Furtado et V.Karan 1990]. Peu d'études¹ ont étudié l'autre composante du conflit d'agence, à savoir l'accroissement du pouvoir de négociation de l'agent (en l'occurrence le dirigeant), que nous définirons comme la poursuite de son enracinement. L'enracinement traduit la volonté de l'agent de s'affranchir, au moins partiellement, du contrôle du principal (les actionnaires), afin de pouvoir s'octroyer des avantages personnels plus importants (soit sous forme de rémunération en espèces, soit sous forme d'avantages en nature).

Si cette notion d'enracinement, qui traduit l'idée de ne pas pouvoir être aisément déplacé du lieu (ou de la situation) dans lequel on se trouve, est séduisante intellectuellement, il n'existe pas de modèle reconnu pour mesurer, ou en tout cas estimer, cet enracinement. L'objet de cet article est donc multiple puisqu'il est tout à la fois de :

- Proposer un modèle susceptible de contribuer à une meilleure compréhension des mécanismes explicatifs de cet enracinement et de ses conséquences ; nous voulons ainsi formaliser une approche de l'enracinement des dirigeants en nous fondant sur la notion de réseaux relationnels.

¹ A. Shleifer et R. Vishny (1989) et R. Morck, A. Shleifer et R. Vishny (1990) ont étudié l'enracinement des dirigeants sous la forme d'une diversification dans des activités où le dirigeant détient des compétences spécifiques et peu reproductibles. M.C. Jensen (1986) fait indirectement référence à cette notion d'enracinement à travers le souhait des dirigeants de conserver une part importante de flux de liquidité disponibles (« free cash-flow »). En France M. Paquerot (1997) a étudié la stratégie d'enracinement des dirigeants à travers le cumul des mandats de Pdg et d'administrateurs.

- Estimer, à l'aide d'un échantillon de dirigeants d'entreprises françaises, l'impact de l'enracinement des dirigeants sur la richesse des actionnaires et notamment d'en évaluer les effets bénéfiques ou négatifs.

A notre connaissance, il n'existe pas de modèle proposant de mesurer le niveau d'enracinement réel des dirigeants puisque par définition il s'agit d'une variable non observable. A l'aide de différentes variables représentatives des réseaux relationnels nous proposons une fonction théorique d'enracinement destinée à estimer le niveau d'enracinement annuel de chaque dirigeant en fonction des caractéristiques de chacun d'entre eux. Nous proposons une méthodologie originale pour estimer les coefficients de cette fonction théorique d'enracinement en partant de l'idée que le niveau d'enracinement d'un dirigeant se trouve indirectement reflété dans la décision du conseil d'administration de le maintenir ou au contraire de le remplacer.

Dans un premier temps (section 1) nous nous attacherons à préciser notre définition de l'enracinement et à mettre en évidence les différentes stratégies d'enracinement possibles et leurs présupposés. Nous définirons ensuite (section 2) un modèle susceptible de mesurer le niveau d'enracinement d'un dirigeant à une époque donnée. Nous présenterons les données collectées et la mesure des variables retenues (section 3). Enfin, nous calculerons les paramètres de notre modèle d'évaluation à partir d'un échantillon de 1747 Pdg couvrant la période 1966-1990, et nous testerons l'hypothèse selon laquelle il existe un optimum d'enracinement (section 4).

1. Discussion théorique: la définition de l'enracinement

Deux facteurs sont à étudier dans un modèle d'enracinement. Le premier est le processus d'enracinement, c'est à dire les stratégies mises en oeuvre par le dirigeant pour se rendre indispensable. Etant donné que le pouvoir de nomination et de révocation des dirigeants mandataires-sociaux incombe en priorité aux administrateurs et à travers eux aux actionnaires, le processus d'enracinement peut être défini comme le

processus qui permet au dirigeant de s'affranchir de la tutelle de son conseil d'administration voire de ses actionnaires.

Le second facteur à étudier est le résultat de l'enracinement. Ceci suscite d'ailleurs la question suivante: l'enracinement est-il uniquement un processus (comme l'équilibriste qui se tient sur un fil et dont la principale préoccupation est de ne pas tomber), ou est-il également un aboutissement: un affranchissement quasi-total des mécanismes internes de contrôle ?

1.1. Le processus d'enracinement du Pdg

L'enracinement d'un dirigeant peut s'apprécier selon deux points de vue. Pour le dirigeant lui-même, l'enracinement correspond au souci: de conserver sa position, d'accroître sa liberté d'action, et / ou d'augmenter sa rémunération et ses avantages annexes [G. Charreaux 1997]. Pour les actionnaires, l'enracinement est perçu soit comme préjudiciable [M.C. Jensen 1993], quand il entraîne des coûts plus élevés que nécessaires ou quand il conduit à des investissements non optimaux (sous-investissement ou sur-investissement), soit comme bénéfique quand il traduit l'apport à l'entreprise de réseaux relationnels vitaux pour assurer son développement ou même tout simplement sa survie².

Ainsi que l'ont observé A. Shleifer et R. Vishny (1989), le processus d'enracinement est multiforme. Un Pdg peut privilégier le développement d'activités dans lesquelles il excelle ou favoriser la rétention d'informations en centralisant personnellement toutes les informations critiques pour la survie de l'entreprise. Il peut également favoriser un enracinement informel interne en s'appuyant sur les salariés de

² La spécificité française de la sélection par les grands Corps d'Etat peut ainsi s'expliquer par le souci des actionnaires d'acquiescer un réseau relationnel étendu nécessaire pour obtenir des commandes publiques (entreprises travaillant dans le domaine militaire), un soutien à l'exportation (entreprises pétrolières ou de haute technologie) ou des aides au développement.

l'entreprise, notamment par la poursuite d'une forte croissance³ qui permette d'assurer des promotions abondantes [G.P. Baker et al. 1988], ou au contraire privilégier un enracinement de type actionnarial en accroissant son niveau de participation dans l'entreprise, en nouant des alliances avec un ou plusieurs groupes d'actionnaires significatifs ou en cumulant des mandats de Pdg et d'administrateur [M. Paquerot 1997]. La plupart des études privilégient le choix des investissements comme principale source d'enracinement [A. Shleifer et R. Vishny 1989 ; M.C.Jensen 1986: théorie du « Free Cash Flow »].

Pour notre part, dans cet article, nous définissons l'enracinement comme « *le processus (ou l'état) de constitution de réseaux relationnels (formels ou informels) par lequel le dirigeant arrive à s'affranchir, au moins partiellement, de la tutelle de son conseil d'administration et de ses actionnaires* ». ⁴ Nous pourrions ainsi successivement étudier non seulement le processus mais également le niveau d'enracinement puisque l'enracinement d'un dirigeant ne constitue pas un état figé mais est en constante évolution.

En règle générale, la constitution de réseaux relationnels reposera sur la satisfaction des différents acteurs sources de pouvoir⁵ au sein ou en relation avec

³ W.J. Baumol (1959) estime que les dirigeants recherchent davantage l'accroissement du chiffre d'affaires que la maximisation du résultat. Il explique ceci par le lien existant avec la rémunération du dirigeant. Nous offrons ici une explication complémentaire liée au souci du dirigeant d'accroître son enracinement.

⁴ Par analogie avec une plante, l'enracinement constitue tout à la fois :

- un processus (le fait pour la plante de prolonger ses racines pour assurer son alimentation et son maintien) ;
- un état (à un instant donné une plante a un niveau d'enracinement bien défini qui lui permet de résister plus ou moins bien aux agressions extérieures) ;
- un moyen pour se protéger et atteindre ses objectifs (la croissance pour une plante, l'octroi d'avantages spécifiques ou la poursuite d'intérêts particuliers pour un dirigeant).

⁵ Par la notion de pouvoir, nous entendons ici le fait d'exercer un rôle crucial pour le fonctionnement de l'organisation. Les acteurs sources de pouvoir peuvent donc tout aussi bien être des groupes de salariés, des créanciers (notamment des banques), des clients, des fournisseurs ou même l'Etat à travers l'obtention de marchés publics ou de contrats à la grande exportation.

l'entreprise. Plus ces réseaux relationnels seront développés et plus le dirigeant sera affranchi de la tutelle de ses administrateurs⁶.

1.2. Les conséquences de l'enracinement du Pdg

L'enracinement est-il préjudiciable aux actionnaires⁷ ? Selon notre définition de l'enracinement, on devrait observer deux phénomènes contraires :

- (1) En cherchant à se constituer des réseaux relationnels, le dirigeant accroît son capital social⁸. L'entreprise en bénéficie à travers soit de meilleures performances commerciales (le dirigeant obtient plus facilement des commandes grâce à son réseau relationnel) soit un meilleur climat social et une plus grande productivité du personnel (le dirigeant jouit d'une forte légitimité interne et a une connaissance approfondie de son entreprise et de son système organisationnel) soit une meilleure coordination tant interne qu'externe.
- (2) Au fur et à mesure de son enracinement, le dirigeant s'affranchissant des mécanismes de contrôle interne, son incitation à accroître la performance de son entreprise (qui est ici prise au sens de maximisation de la valeur de marché de l'entreprise) va chuter au bénéfice d'autres objectifs tels que ceux

⁶ Le remplacement d'A. Riboud par son fils au début des années 90 à la tête du groupe Danone (anciennement BSN) a entraîné une modification radicale de la stratégie de l'entreprise. En effet, le fils Riboud a opté résolument pour la logique de « création de valeur actionnariale » en recentrant le groupe et en cédant de nombreuses activités jugées non vitales pour le groupe. Ce cas particulier peut s'analyser comme le transfert de pouvoir d'un Pdg détenant des réseaux relationnels très développés et suffisamment affranchi du pouvoir de ses actionnaires (enraciné) pour pouvoir imposer son fils en tant que Pdg alors même que ce dernier ne détient pas de part significative du capital. A l'inverse, le fils n'ayant pas récupéré la totalité des réseaux relationnels de son père n'est pas enraciné et est donc contraint de prendre des décisions stratégiques visant à maximiser la richesse de ses actionnaires pour conserver son poste.

⁷ Pour une discussion théorique détaillée se reporter à G. Charreaux (1994).

⁸ Nous définissons le capital social comme les ressources disponibles par le biais de réseaux sociaux ou d'institutions élitistes qu'un individu peut utiliser pour renforcer sa position [J.S. Coleman 1988].

d'accroître démesurément ses satisfactions personnelles (rémunération, avantages particuliers). Il est vraisemblable que cette tentation sera d'autant plus forte que le dirigeant est proche de la fin de son mandat et que, par conséquent, son horizon de décision ne coïncide plus avec celui de ses actionnaires. On peut ainsi s'attendre à observer une réduction de son niveau d'enracinement à partir d'un certain seuil, le dirigeant ne déployant plus d'efforts pour accroître ses réseaux relationnels mais vivant davantage sur ses acquis⁹.

On peut estimer que l'impact du processus d'enracinement est peut-être tout à la fois favorable et défavorable aux intérêts des actionnaires. Une hypothèse à tester consiste à étudier la performance du dirigeant (en fait la performance boursière de l'entreprise puisque la performance du dirigeant n'est pas directement observable) selon son niveau d'enracinement. Une relation positive signifierait que l'enracinement est bénéfique aux actionnaires et qu'il s'agit d'un processus continu. A l'inverse, une relation négative indiquerait que l'enracinement est préjudiciable aux actionnaires et que le dirigeant ne cherche plus à maximiser leur richesse. Une relation non significative pourrait soit signifier une absence de relation soit signifier l'existence d'une relation non linéaire, telle qu'une relation avec un effet de seuil: ce n'est qu'à partir d'un certain seuil que l'enracinement deviendrait préjudiciable. En deçà, soit il n'aurait pas d'incidence sur la performance soit il serait bénéfique.

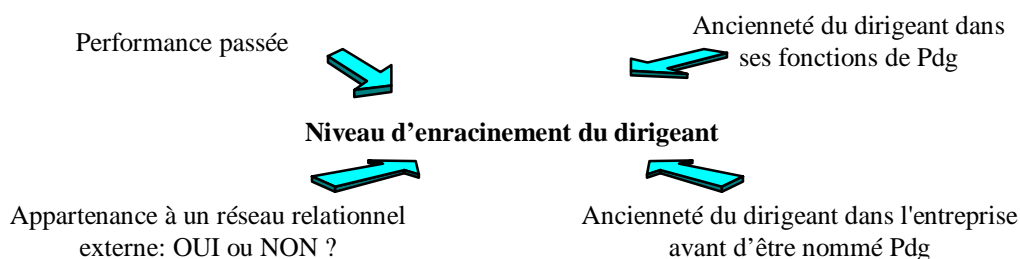
HYP.1 : à partir d'un certain niveau d'enracinement, les Pdg ne cherchent plus à maximiser la richesse de leurs actionnaires, ce qui signifie que le conflit d'agence entre les dirigeants et les actionnaires s'accroît.

⁹ On aurait ainsi un processus de « dés-enracinement ».

1.3. Les déterminants de l'enracinement du Pdg

L'enracinement des dirigeants dépend de facteurs multiples tant formels qu'informels. Aux Etats-Unis, certains auteurs [J.R. Harrison et al. 1988] retiennent comme indicateur la séparation des fonctions de CEO (directeur général chargé de la mise en application de la stratégie ou président du directoire en cas de SA à directoire et conseil de surveillance) et de chairman (président du conseil d'administration ou président du conseil de surveillance). En France, la majorité des entreprises (et notamment les entreprises cotées) ont conservé la forme traditionnelle de SA à conseil d'administration (et non la forme juridique de SA à directoire) où le président du conseil d'administration cumule en même temps les fonctions de directeur général et de président du conseil d'administration [G. Charreaux et J.P. Pitol-Belin 1990].

Figure 1 : Les déterminants de l'enracinement des dirigeants



Le niveau d'enracinement d'un Pdg ne peut être apprécié ni par la position qu'il occupe, puisque celle-ci est rarement dissociée¹⁰, ni par les responsabilités ou les pouvoirs statutaires qu'il détient car, si les statuts de l'entreprise sont accessibles à tout intéressé, il n'en est pas de même des décisions du conseil d'administration susceptibles de refléter l'étendue des pouvoirs du dirigeant. De surcroît, l'enracinement du dirigeant ne se traduit peut-être pas tant dans un statut formel et dans une reconnaissance

¹⁰ Les rares cas observés correspondent souvent à des processus de passation de pouvoir où l'entreprise adopte le statut de SA à directoire pour offrir à son ancien Pdg le poste de président du conseil de surveillance et au nouveau « Pdg » le poste de président du directoire (groupe Suez-Lyonnaise notamment avec le passage de J. Monod à G. Mestrallet).

officielle, que dans un réseau de relations informelles que seul le dirigeant maîtrise. Pour mesurer le niveau d'enracinement du dirigeant nous aurons donc recours à des indicateurs supplétifs capables de déterminer l'importance des différents réseaux relationnels dont il dispose ainsi que leur influence sur l'enracinement. Nous retiendrons ainsi cinq variables (Figure 1), faisant l'objet de nos hypothèses 2a à 2e.

HYP 2a: Le niveau d'enracinement d'un dirigeant dépend positivement de la performance passée. Un dirigeant ayant réalisé une bonne performance antérieure est favorablement évalué par ses actionnaires qui, en retour, exercent un contrôle moins strict. De plus, un dirigeant ayant réalisé de bonnes performances antérieures a pu plus facilement rétribuer les autres acteurs de l'entreprise et par là-même renforcer ses réseaux relationnels. A l'inverse, un Pdg n'ayant réalisé que des performances médiocres sera fortement contrôlé. Cette hypothèse reste vraie dans les situations où les actionnaires délèguent leur pouvoir de contrôle non plus aux administrateurs mais principalement à une banque (systèmes en vigueur au Japon et en Allemagne: P. Sheard 1989, M. Aoki 1990).

HYP 2b: Le niveau d'enracinement d'un dirigeant dépend positivement de la durée de ses fonctions de Pdg. Un Pdg ayant obtenu son poste depuis de nombreuses années aura, toutes choses étant égales par ailleurs, des relations informelles fortes tant au sein de son entreprise qu'avec éventuellement des administrateurs externes ou des actionnaires, et ces relations consolident son pouvoir de négociation face à ses actionnaires.

HYP 2c: Le niveau d'enracinement d'un dirigeant dépend positivement de l'ancienneté du dirigeant au sein de l'entreprise avant d'être nommé Pdg. Un dirigeant ayant une forte ancienneté jouit d'une légitimité interne qui, jointe à un réseau de relations informelles internes à l'entreprise [A. Breton et R. Wintrobe 1982], lui confèrent un poids significatif face à ses actionnaires.

HYP 2d: Le niveau d'enracinement d'un dirigeant dépend positivement de son appartenance à un réseau relationnel externe susceptible de former un contrepoids au pouvoir des actionnaires. En France ces réseaux relationnels externes sont fréquemment liés à une formation commune notamment au sein des grands corps que sont l'ENA, et XMine / XPont qui constituent un vivier pour les futurs dirigeants français tant politiques qu'économiques [M. Bauer et B. Bertin-Mourot 1990].

HYP 2e: A l'inverse, un Pdg n'appartenant à aucun réseau externe cherchera à développer au maximum son réseau informel interne et à travers lui son enracinement (cf. le cas du Pdg de la société Majorette qui représentait le groupe familial d'actionnaires et qui, en raison de la faillite du groupe en 1992-93, a dû non seulement céder son poste mais aussi céder ses actions à un prix dérisoire).

2. La construction du modèle testable

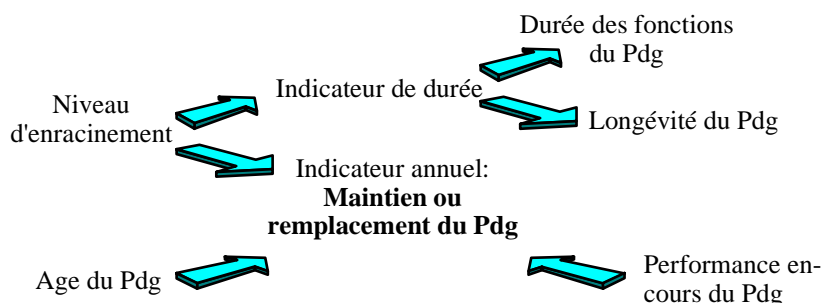
La difficulté du modèle consiste à déterminer un indicateur nous permettant d'estimer le poids des différentes variables explicatives du niveau d'enracinement du dirigeant. Nous utiliserons comme indicateur la part non expliquée de la décision de maintien, ou de remplacement, du Pdg.

2.1. Le choix d'un indicateur d'enracinement

Deux types d'approches sont possibles (Figure 2) selon la définition que nous avons donnée de l'enracinement : l'affranchissement du contrôle de ses administrateurs voire de ses actionnaires. La première est de retenir un indicateur de durée: en l'occurrence, soit la durée des fonctions du Pdg, soit la longévité du Pdg exprimée par son âge lors de la cessation de son mandat. La seconde est de retenir un indicateur annuel mesurant le maintien ou le remplacement du dirigeant. Une périodicité annuelle pour étudier la décision implicite de maintien du dirigeant se justifie par la périodicité tant de la présentation des comptes (périodicité annuelle en France et trimestrielle aux

Etats-Unis) que de l'approbation des comptes et de la gestion par l'assemblée générale (réunie au moins une fois par an).

Figure 2 : le choix d'un indicateur d'enracinement



Nous avons retenu la seconde solution en raison du modèle théorique développé: nous faisons l'hypothèse que la décision du dirigeant de poursuivre son enracinement ou au contraire d'en cueillir les fruits est une décision annuelle. Dans cette hypothèse, nous supposons qu'un dirigeant maintenu bénéficie, toutes choses étant égales par ailleurs, d'un meilleur enracinement qu'un Pdg remplacé. Le terme "toutes choses étant égales par ailleurs" occupe un rôle déterminant puisque d'autres facteurs que l'enracinement vont expliquer la décision de maintien ou de remplacement du Pdg.

Deux facteurs en particulier peuvent être retenus pour expliquer cette décision de maintien. Le premier est l'âge du dirigeant. Un dirigeant ayant atteint, ou dépassé, l'âge de la retraite est plus susceptible d'être remplacé qu'un dirigeant n'ayant pas encore atteint cet âge. Le second facteur est la performance en cours du dirigeant. Une performance élevée accroît la probabilité d'être maintenu, alors qu'une performance faible entraîne l'effet inverse [B. Pigé 1996].

Nous poserons donc comme axiome que:

Axiome 1: Avec la performance boursière annuelle et l'âge du dirigeant, les variables déterminant l'enracinement du dirigeant contribuent à expliquer la décision de maintien ou de remplacement du dirigeant.

A partir de cet axiome, nous pouvons calculer les résidus résultant de la régression expliquant la décision de maintien ou de remplacement par la performance boursière annuelle et l'âge du dirigeant. Nous pouvons ensuite effectuer une seconde régression pour expliquer les résidus de la 1ère régression par les variables mesurant les facteurs d'enracinement (les réseaux relationnels)¹¹. Les coefficients de régression ainsi obtenus sont utilisés comme estimateurs de la pondération des facteurs d'enracinement. En appliquant les coefficients ainsi obtenus aux facteurs d'enracinement, nous pouvons calculer un niveau d'enracinement théorique pour chaque année et chaque Pdg.

2.2. L'équation du modèle

Le niveau d'enracinement initial du Pdg lors de sa nomination est fonction de son appartenance à des réseaux externes ou internes (hypothèses 3c, 3d et 3e):

$$Y_0 = F_1(X_1, X_2, X_3)$$

$$\text{avec : } \frac{\partial F_1}{\partial X_1} > 0, \frac{\partial F_1}{\partial X_2} > 0, \frac{\partial F_1}{\partial X_3} > 0$$

Nous définissons $F_1()$ de la façon suivante:

$$F_1(X_1, X_2, X_3) = a_1 \times X_1 + a_2 \times X_2 + a_3 \times \ln(X_3 + 1)$$

Le niveau d'enracinement d'un Pdg à l'issue de la $t^{\text{ième}}$ année de son mandat ($t \neq 0$) est fonction de :

- son niveau d'enracinement en début d'année si $t > 1$ ou de son enracinement initial si $t = 1$;
- son ancienneté dans ses fonctions de Pdg (hypothèse 3b);

¹¹ En supposant que les variables explicatives de l'enracinement ne sont pas individuellement corrélées avec l'âge et la performance, nous aurions pu estimer nos coefficients avec une seule régression multiple. Les résultats empiriques sont d'ailleurs sensiblement identiques dans les deux méthodes

- la performance réalisée au cours de l'année (hypothèse 3a).

$$Y_t = F_2(Y_{t-1}, t, X_{5,t})$$

$$\text{avec } \frac{\partial F_2}{\partial Y_{t-1}} > 0, \frac{\partial F_2}{\partial t} > 0, \frac{\partial F_2}{\partial X_{5,t}} > 0$$

Nous définissons $F_2()$ de la façon suivante :

$$F_2(Y_{t-1}, t, X_{5,t}) = Y_{t-1} + a_4 \times t + a_5 \text{Ln}(X_{5,t})$$

Nous avons:

Y_0 : le niveau d'enracinement du dirigeant lorsqu'il est promu Pdg

Y_t : le niveau d'enracinement du Pdg à l'issue de la période t

$t \in \{1, \dots, n\}$: t est une variable, ou un indice, mesurant le nombre d'années civiles depuis que le Pdg est en poste. Selon les Pdg, cette variable varie de 1 à n, n étant la durée observée a posteriori du mandat du Pdg.

X_1 et X_2 deux variables muettes mesurant la formation du dirigeant et à travers elle l'appartenance ou non à des réseaux relationnels. $X_1=1$ si le dirigeant est issu du Corps des Mines (Xmine), du Corps des Ponts (Xpont) ou de l'ENA ; et 0 autrement. $X_2=1$ si le dirigeant est autodidacte (pas de diplôme postérieur au baccalauréat) ; et 0 autrement.

X_3 une variable mesurant, en nombre d'années, l'ancienneté du dirigeant dans l'entreprise avant d'être promu Pdg. Cette variable permet de mesurer l'expérience spécifique du dirigeant. L'ancienneté a une forte importance dans les premières années, mais son importance croît avec un rendement décroissant. Une mesure adaptée est le logarithme de cette ancienneté.

$X_{5,t}$ une variable mesurant la performance boursière de l'entreprise relative au marché pour l'année t (variable retenue pour mesurer l'évolution de la richesse des actionnaires).

L'équation générale peut s'écrire, en remplaçant Y_{t-1} par sa valeur exprimée en fonction de Y_0 :

$$Y_t = Y_0 + a_4 \times \sum_{i=1}^t i + a_5 \times \sum_{i=1}^t \text{Ln}(X_{5,i})$$

Soit encore:

$$Y_t = Y_0 + a_4 \times \frac{(t+1) \times t}{2} + a_5 \times \text{Ln} \left[\prod_{i=1}^t X_{5,i} \right]$$

On observera que $\prod_{i=1}^t X_{5,i} - 1$ correspond à l'accroissement, relatif au marché, de

la richesse des actionnaires sur la durée des fonctions du Pdg. Afin de relativiser l'impact des performances exceptionnelles, il est préférable de retenir le logarithme de la performance.

2.3. La mesure des coefficients des facteurs d'enracinement

La variable MAINTIEN prend la valeur 1 si le Pdg est maintenu et la valeur 0 s'il est remplacé au cours de l'année. La décision de maintien peut s'écrire de la façon suivante:

$$Z_t = F_3(X_{5,t}, X_{6,t}, Y_{t-1}) + \varepsilon_{1,t}$$

$$\text{avec: } \frac{\partial F_3}{\partial X_{5,t}} > 0, \frac{\partial F_3}{\partial X_{6,t}} \leq 0, \frac{\partial F_3}{\partial Y_{t-1}} > 0$$

$X_{6,t}$: est une variable indiquant l'âge du dirigeant à la période t; et $\varepsilon_{1,t}$ est la part non expliquée de la décision de maintien ou de remplacement.

$$\text{Nous définissons } F_3(X_{5,t}, X_{6,t}, Y_{t-1}) = Y_{t-1} + a_6 \times F_4(X_{6,t}) + a_7 \times \text{Ln}(X_{5,t})$$

Dans un premier temps nous estimons la fonction de maintien à l'aide d'une régression logistique en introduisant les deux variables $X_{5,t}$ (pour atténuer l'impact des très bonnes performances et renforcer l'impact des mauvaises performances, nous retenons le logarithme de $X_{5,t}$) et $X_{6,t}$. Le résidu de la régression logistique correspond

ainsi pour partie à l'enracinement du dirigeant (variable Y_{t-1}) et pour partie à d'autres facteurs non pris en compte (par exemple le pouvoir des actionnaires tel qu'il peut être déterminé par le poids du principal actionnaire ou par la composition du conseil d'administration).

Afin d'estimer le poids relatif des différents facteurs d'enracinement, nous pouvons, dans un second temps, effectuer la régression linéaire avec comme variable dépendante les résidus de notre première régression logistique. Nous pouvons ainsi obtenir une estimation des coefficients d'enracinement. Ces derniers permettent de calculer le niveau d'enracinement théorique du dirigeant en fin d'année. Nous pourrions ainsi essayer de déterminer s'il existe une relation entre le niveau d'enracinement et la performance et notamment s'il existe un optimum d'enracinement des dirigeants du point de vue de la richesse des actionnaires (test hypothèse 1) :

$$X_{5,t} - I = Rrel_{i,t} = F_5(Y_{t-1}) + \varepsilon_{2,t} \quad \text{pour } t > 0.$$

En définissant $F_5()$ de deux manières possibles:

* soit $F_5(Y_{t-1}) = b_0 + b_1 \times Y_{t-1}$ avec $b_1 > 0$: la performance réalisée par une entreprise au cours d'une année est une fonction linéaire croissante (ou décroissante) du niveau d'enracinement de son Pdg en début d'année.

* soit $F_5(Y_{t-1}) = b_0 + b_1 \times |Y_{t-1} - b_2|$ avec $b_1 < 0$: la performance réalisée par une entreprise au cours d'une année est une fonction linéaire croissante du niveau d'enracinement de son Pdg en début d'année tant que ce niveau d'enracinement n'a pas atteint un seuil critique (ici égal à b_2), et une fonction linéaire décroissante du niveau d'enracinement de son Pdg dès que ce niveau d'enracinement a dépassé le seuil critique.

et $\varepsilon_{2,t}$ la part de la performance annuelle non expliquée par le niveau d'enracinement du dirigeant en début d'année.

N'ayant pas d'a priori théorique sur le niveau attendu de b_2 , nous avons testé l'hypothèse selon laquelle $b_2=0$, puis nous avons testé empiriquement l'effet d'une petite variation de b_2 .

3. La constitution de l'échantillon et la mesure des variables

L'échantillon comprend 1747 observations annuelles sur la décision du conseil d'administration de renouveler ou non le mandat de son président. Ces observations sont réparties sur la période 1966-1990 et concernent 258 Pdg. La mesure de la performance est la rentabilité boursière annuelle de l'entreprise relative à la rentabilité boursière du marché.

3.1. La sélection d'un échantillon d'entreprises

Les dirigeants étudiés sont les Pdg de 269 entreprises cotées. Ces entreprises ont été sélectionnées en retenant l'ensemble des entreprises cotées en 1971¹² sur le marché parisien, exerçant leur activité principale dans les secteurs industriels ou de service (hors banques, assurances, et sociétés foncières), et qui étaient encore cotées en 1990. Les Pdg retenus sont ceux dont le mandat a commencé au plus tôt en 1965 et dont le mandat s'est terminé au plus tard en 1990. Ceux nommés avant 1965 n'ont pas été retenus car nous ne disposons pas de leur performance boursière annuelle. De plus nous avons décidé de ne pas retenir les Pdg encore en poste au cours de la dernière année de notre étude, c'est-à-dire 1990.

En ce qui concerne l'année du changement de Pdg, nous avons considéré que la performance observée était attribuable au Pdg sortant et non au nouveau Pdg

¹² L'année 1971 se justifie par le double objectif: d'avoir des sociétés cotées anciennes et de ne pas étudier des sociétés pour lesquelles quasiment plus de transactions n'avaient lieu (en 1969 près du quart de la cote a été supprimé).

3.2. La collecte des variables

Les cours boursiers de début et de fin d'année, les dividendes et les coefficients correcteurs d'opérations en capital ont été collectés sur la période 1966-1990 à partir de la revue *L'Année boursière* publiée par la *Chambre des Agents de Change* (devenue la *SBF Société des Bourses Françaises*).

Le nom du Président Directeur Général (ou de leur Président de directoire en cas de société anonyme à conseil de surveillance et directoire) a été collecté, ainsi que les années de changement, à partir des annuaires *Desfossés* ou *Dafsa* pour chacune des années où l'entreprise était cotée sur la période 1966-1990.

Les renseignements portant sur la carrière et les caractéristiques de chaque dirigeant ont été recueillis à partir des annuaires *Who's Who* pour les années correspondantes. L'échantillon global comprend 319 Présidents de conseil d'administration ou de directoire, pour un total de 2254 observations annuelles. Nous ne disposons pas de l'intégralité des renseignements pour chacun des Pdg, et les traitements statistiques n'ont porté, de ce fait, que sur 1747 observations annuelles concernant 258 Pdg. La dernière année du Pdg sortant correspondant à l'année 1 du nouveau Pdg, l'échantillon étudié ne comprend pas les années 1 des nouveaux Pdg.

3.3. La mesure de l'âge du dirigeant

Nous supposons que l'âge de départ d'un dirigeant est étroitement lié à l'âge de la retraite: un dirigeant n'ayant pas encore atteint cet âge sera peu enclin à cesser ses fonctions, sauf s'il lui est offert un poste équivalent ou beaucoup mieux rétribué dans une entreprise plus prestigieuse, ce qui est assez rare et risqué pour un dirigeant ayant obtenu le poste de Pdg (en effet, il devra souvent reconstituer en tout ou partie ses réseaux relationnels). Sachant que l'âge de la retraite a été modifié au début des années

80¹³ et a été abaissé de 65 à 60 ans, nous définissons notre fonction $F_4(\text{âge})$ de la façon suivante¹⁴:

$$\begin{aligned} \text{Si } \textit{année} < 1982 \quad F_4(X_{6,t}) &= \begin{cases} 0 & \text{si: } X_{6,t} < 65\text{ans} \\ X_{6,t} - 65 & \text{sinon} \end{cases} \\ \text{Si } \textit{année} \geq 1982 \quad F_4(X_{6,t}) &= \begin{cases} 0 & \text{si: } X_{6,t} < 60\text{ans} \\ X_{6,t} - 60 & \text{sinon} \end{cases} \end{aligned}$$

$X_{6,t}$ est la variable mesurant l'âge du Pdg en année t .

3.4. La mesure de la performance

Pour des raisons tant théoriques que pratiques, nous avons retenu la rentabilité boursière annuelle comme indicateur de performance. Du point de vue théorique, nous avons défini l'enracinement en référence aux actionnaires, ce qui justifie le choix d'un indicateur relatif à la valeur de marché des capitaux propres. Du point de vue pratique, les données comptables n'ont pas été utilisées car, antérieurement à 1985, elles étaient rarement consolidées et leur mode de présentation ne faisait pas encore l'objet d'une harmonisation rigoureuse.

La rentabilité boursière $R_{i,t}$ (pour une entreprise i et une année t) est calculée de la façon suivante:

$$R_{i,t} = \frac{P_{i,t} + D_{i,t}}{P_{i,t-1}} - 1$$

¹³ Notamment par une ordonnance du 26 mars 1982.

¹⁴ Le choix de tenir compte de la modification de l'âge légale de la retraite introduit un effet de seuil préjudiciable. Néanmoins, s'il est certain que peu de Pdg cessent leurs fonctions sitôt atteint l'âge de la retraite, il n'en demeure pas moins que cet âge légal constitue une référence qui peut permettre au conseil d'administration de se séparer plus facilement de son Pdg. Ainsi un conseil d'administration préférera attendre que son Pdg ait atteint 60 ans pour lui demander sa démission plutôt que d'imposer sa révocation à 59 ans. L'étude empirique semble conforter ce point de vue puisque la variable construite est beaucoup plus significative que la variable âge du dirigeant (résultats empiriques non communiqués dans cet article mais disponibles auprès de l'auteur).

avec $P_{i,t}$ et $P_{i,t-1}$ les cours des actions au 31/12 des années t et $t-1$, et $D_{i,t}$ le dividende versé au cours de l'année t . Ces données ont été ajustées pour tenir compte des opérations en capital intervenues en cours d'année.

Afin d'inciter les dirigeants à la performance, le conseil d'administration doit distinguer dans la rentabilité boursière annuelle ce qui provient du marché boursier et des conditions économiques générales de ce qui résulte de la performance propre à l'entreprise et qui provient des décisions stratégiques prises par les dirigeants [P. Milgrom et J. Roberts 1997]. Nous avons donc calculé la rentabilité boursière relative¹⁵ $Rrel_{i,t}$:

$$Rrel_{i,t} = \frac{R_{i,t} + 1}{R_{M,t} + 1} - 1$$

avec $R_{M,t}$ la rentabilité boursière moyenne des N_t entreprises pour l'année t .

$$R_{M,t} = \sqrt[N_t]{\prod_{i=1}^{N_t} (R_{i,t} + 1)} - 1$$

La performance boursière constitue le meilleur indicateur pour apprécier la variation de la richesse des actionnaires. Etant donné que nous avons supposé que la performance réalisée lors de l'année du changement de dirigeant est attribuable au Pdg sortant, la valeur de la performance $X_{5,1}$ pour la 1^{ère} année (c'est à dire l'année de

¹⁵ La mesure de la performance boursière aurait pu être affinée de deux manières :

- (1) En retenant une mesure du risque de l'entreprise : dans la thèse soutenue en 1993 par l'auteur, une telle mesure avait été proposée mais elle présentait de nombreux problèmes notamment en raison de la période d'estimation qui s'étendait sur de nombreuses années au cours desquelles le métier de l'entreprise avait parfois considérablement évolué (le cas de BSN devenu Danone est sans doute exemplaire). Nous ne l'avons donc pas retenu.
- (2) En prenant en compte la performance boursière du secteur d'activité. L'examen des rubriques d'activité retenues par la Commission des Opérations de Bourse et indiquées dans les revues « *L'Année boursière* » montre la diversité des entreprises et la difficulté à définir des métiers homogènes susceptibles d'offrir une référence boursière. Nous n'avons donc pas retenu cette approche.

nomination du nouveau Pdg) est arbitrairement fixée à 1¹⁶. Nous avons donc pour un Pdg d'une entreprise donnée i :

$$X_{5,t} = \begin{cases} 1 & \text{si: } t = 1 \\ Rrel_{i,t} + 1 & \text{sinon} \end{cases}$$

4. Les déterminants et les conséquences de l'enracinement théorique des dirigeants

La décision de renouvellement des dirigeants ne se limite pas à la prise en compte de l'âge du dirigeant et de sa performance. Il s'agit d'une décision complexe faisant notamment intervenir des facteurs mesurant le processus d'enracinement des dirigeants. Un faible niveau d'enracinement des dirigeants semble être favorable aux actionnaires, en revanche un niveau d'enracinement excessif semble leur être préjudiciable.

4.1. L'estimation des paramètres des variables mesurant le niveau d'enracinement du Pdg¹⁷

L'âge de la retraite et le logarithme de la performance de l'année expliquent de manière significative la décision de maintien ou de remplacement du dirigeant (tableau 1). S'agissant d'une variable binaire expliquée par deux variables continues, le pouvoir de discrimination du modèle reste faible : on peut simplement constater que la probabilité d'être remplacé est plus importante si le dirigeant a dépassé l'âge de la retraite ou si la rentabilité boursière sur l'exercice est faible voire négative.

¹⁶ Le problème du « ménage » des comptes en cas de changement non consensuel de dirigeant n'a pas été abordé de manière directe. En effet, on peut estimer que la prise en compte de problèmes liés à la comptabilisation de provisions massives constitue une réappréciation de la performance du dirigeant sortant. A ce titre, notre modèle en tient compte (par le biais de la performance boursière annuelle) dans la régression logistique évaluant la probabilité de maintien ou de révocation.

¹⁷ Les traitements informatiques ont été réalisés sous SPSS pour les traitements statistiques et sous Excel pour l'analyse graphique.

Tableau 1: Variables explicatives de la décision de maintien ou de remplacement du Pdg. 1747 observations, période 1966-1990.

Variables explicatives		Coefficient	Valeur de Wald
Constante		2,0307	624 ***
Résidu-âge	$F_4(X_{6,t})$	-0,1289	56 ***
Ln(performance de l'année)	$Ln(X_{5,t})$	0,7481	14 ***

Significatifs respectivement aux seuils de: † = 10%, * = 5%, ** = 1%, *** = 0,1%.

Les résidus de la régression ne peuvent par eux-mêmes servir de mesure du niveau d'enracinement du Pdg car ils sont trop étroitement corrélés à la décision même de maintien ou de renouvellement. En effet, la part d'arbitraire de cette décision reste très importante. En estimant à partir de ces résidus une fonction théorique d'enracinement, nous essayons de faire la part entre les facteurs subjectifs représentatifs de l'arbitraire de la décision et les facteurs résultant du processus d'enracinement du dirigeant. L'explication des résidus de la première régression par les facteurs supposés représentatifs du processus d'enracinement est présentée au tableau 2¹⁸. L'objectif de cette seconde régression est d'estimer la valeur moyenne de ces coefficients afin de pouvoir construire une fonction théorique d'enracinement.

Globalement la régression est significative (ratio F significatif au seuil de 0,1%, tableau 2). Les coefficients de régression des variables explicatives de la décision de maintien du Pdg sont peu corrélés entre eux (coefficients de corrélation inférieurs à 0,32 en valeur absolue). Le pouvoir explicatif du modèle reste très faible si l'on se fie au R^2 obtenu (1,2%). Ceci s'explique en partie par la nature des variables utilisées.

L'échantillon étudié est relativement important et les variables explicatives retenues sont finalement peu nombreuses (5 en tout dont 2 variables muettes). La

¹⁸ Compte tenu de la faiblesse des coefficients de corrélation, on obtient des coefficients de régression sensiblement identiques pour les variables explicatives du niveau d'enracinement, en effectuant une seule régression linéaire expliquant la décision de maintien par les facteurs explicatifs de la décision de maintien et par les facteurs explicatifs du niveau d'enracinement

variable expliquée est par définition une variable très complexe car elle mesure la décision du conseil d'administration (y compris la décision du Pdg lui-même) de maintenir ou de remplacer son dirigeant. Cette décision est soumise à de nombreux aléas tant personnels au dirigeant (sa santé, sa situation familiale, ...) que propres à l'entreprise ou à son secteur d'activité (secteur stable ou en forte mutation technologique, ...). Enfin et surtout cette décision est une décision temporelle : le dirigeant peut être maintenu cette année et devoir quitter ses fonctions l'année suivante. Notre modèle ne prend pas en compte la proximité d'une décision de remplacement.

Pour toutes ces raisons, nous privilégions l'aspect significatif des coefficients de régression. Nous ne prétendons pas pouvoir déterminer par un modèle probabilistique si un dirigeant va ou non être remplacé, mais simplement si telle ou telle variable contribue au maintien du Pdg (à travers un meilleur enracinement) ou favorise son remplacement.

Tableau 2: Détermination des coefficients des facteurs d'enracinement. 1.747 observations, période 1966-1990.

Variabiles explicatives	estimateur		Coefficient	valeur de t
Constante			-0,00472	-0,31
Grande-école	\hat{a}_1	X_1	-0,01753	-0,84
Autodidacte	\hat{a}_2	X_2	0,04031	1,64 †
Ln(ancienneté+1)	\hat{a}_3	$\ln(X_3 + 1)$	0,01242	2,10 *
Durée-corrigée	\hat{a}_4	$(t + 1) \times t / 2$	-0,00087	-3,55 ***
Ln(performance antérieure)	\hat{a}_5	$\ln \left[\prod_{i=1}^{t-1} X_{5,i} \right]$	0,05083	3,57 ***
R ² ajusté			1,2%	
Ratio F			5,33 ***	

Significatifs respectivement aux seuils de: † = 10%, * = 5%, ** = 1%, *** = 0,1%.

Le coefficient de la variable "Grande-école" mesurant l'appartenance à un réseau relationnel externe n'est pas significativement différent de 0 au seuil de 10%. De plus, le signe du coefficient est négatif alors que nous attendions un signe inverse : notre hypothèse 2d est infirmée. Ceci peut s'expliquer par la nature de ce réseau relationnel

(ENA, XMine, XPont). N'étant pas directement lié à l'entreprise mais plutôt à son environnement, ce réseau informel peut jouer un rôle déterminant pour l'accession au poste de Pdg, mais une fois l'objectif atteint c'est au dirigeant de faire ses preuves et le réseau n'entend pas être tenu pour responsable de ses déboires éventuels. D'une part, cela lui interdirait de placer dans la même entreprise un dirigeant issu du même réseau relationnel et d'autre part, cela rejaillirait globalement sur l'image des membres du réseau. La garantie qu'offre le réseau est une garantie de reclassement en cas d'échec ou de différends avec les actionnaires (cf. notamment J.P. Parayre, Pdg de Peugeot, qui a été remplacé par J. Calvet au début des années quatre-vingt à la suite des très fortes pertes du groupe Peugeot et auquel on a ensuite offert le poste de Pdg de Dumez).

Le coefficient de la variable "Autodidacte", bien que tout juste significativement différent de 0, est du signe attendu. Par contre, si l'on effectue la même régression linéaire en supprimant la variable "Grande-école", le coefficient de la variable "Autodidacte" reste sensiblement identique mais apparaît plus significativement différent de 0 ($t=1,84$). Ce résultat confirme notre hypothèse 2e et corrobore l'analyse développée précédemment sur le rôle des réseaux externes (cf. l'analyse du coefficient de la variable "Grande-école"). L'absence d'un soutien externe, limitant les risques de perte de situation en cas de rupture de contrat, incite le dirigeant à se prémunir lui-même contre l'éventualité de se retrouver sans mandat, en s'enracinant davantage au sein de son entreprise.

Le coefficient positif de la variable "ancienneté dans l'entreprise avant d'être nommé Pdg" conforte notre hypothèse 2c. Le dirigeant a une grande expérience de l'entreprise et non pas seulement de la fonction de direction. Il connaît également les rouages nécessaires au fonctionnement de son organisation et il est sans doute le plus à même de gérer l'ensemble des contrats constitutifs de l'entreprise, même s'il peut être tenté de le faire principalement pour son propre compte.

Le coefficient négatif de la variable "durée des fonctions" infirme notre hypothèse 2b. L'usure du pouvoir semble avoir une incidence plus forte que la consolidation des réseaux informels. Cette variable ne peut donc pas être retenue pour estimer la fonction d'enracinement du dirigeant. A l'inverse, le conseil d'administration paraît en tenir compte dans l'appréciation de sa décision de maintien ou de remplacement du Pdg.

Notre hypothèse 2a est confortée. La performance antérieure influe positivement sur la décision de maintien du dirigeant. Compte tenu des différents coefficients de régression obtenus et de la nature des variables utilisées, le poids relatif du logarithme de la performance antérieure sur la fonction théorique d'enracinement est très important. Ce poids de la performance antérieure peut s'expliquer par l'importance, pour le dirigeant nouvellement nommé, de satisfaire ses actionnaires avant de pouvoir développer de nouveaux réseaux relationnels (notamment par l'échange d'administrateurs) susceptibles de contrebalancer ou d'amoindrir le pouvoir de ses actionnaires. En ce sens, et compte tenu du rôle des marchés financiers, il semble logique que les Pdg les mieux enracinés soient ceux qui, dans le passé, ont su offrir à leurs actionnaires des rémunérations satisfaisantes. Enfin, la mesure de la performance boursière passée constitue une approximation pour un certain nombre de facteurs que nous n'avons pu mesurer (faute de données comptables fiables sur la période), notamment le développement de l'entreprise, qui permet au dirigeant de s'attacher ses principaux collaborateurs en leur offrant des perspectives de promotion,

A l'aide des estimateurs précédemment calculés ($\hat{a}_1, \hat{a}_2, \hat{a}_3, \hat{a}_4, \hat{a}_5$: tableau 2), nous pouvons estimer l'enracinement théorique d'un Pdg en début d'année t ($t \neq 0$) comme étant égal à¹⁹ :

$$^{19} Y_t = Y_0 + a_4 \times \frac{(t+1) \times t}{2} + a_5 \times \text{Ln} \left[\prod_{i=1}^t X_{5,i} \right]$$

mais l'estimateur de a_4 étant de signe négatif il ne peut pas représenter le processus d'enracinement du dirigeant. A ce titre la variable durée des fonctions n'est pas prise en compte.

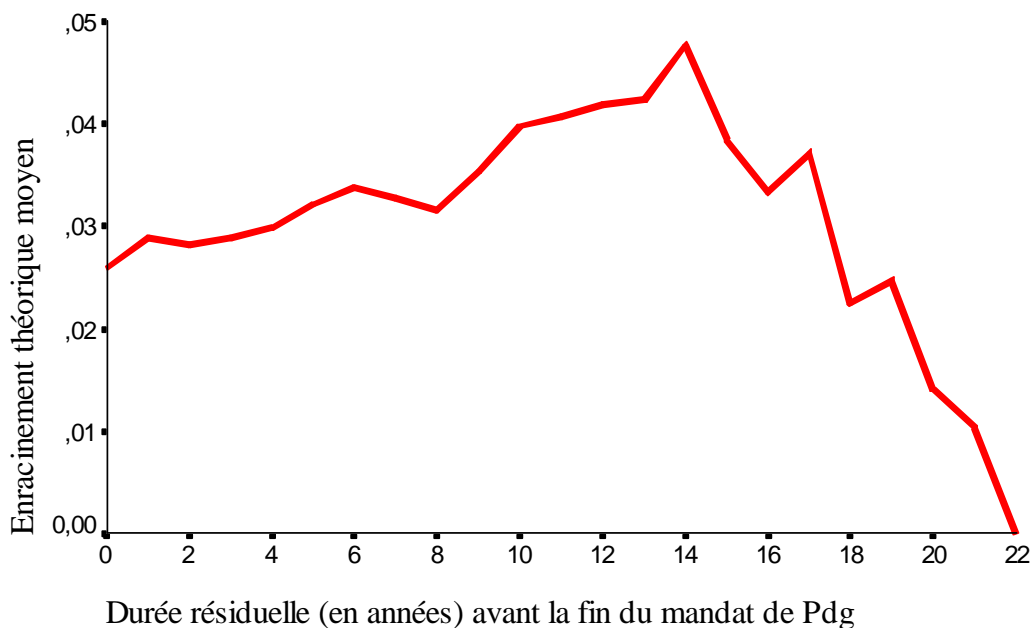
$$Y_{t-1} = Y_0 + 0,04948 \times \text{Ln} \left[\prod_{i=1}^{t-1} X_{5,i} \right]$$

$$\text{avec } Y_0 = 0,04148 \times X_2 + 0,01284 \times X_3$$

La Figure 3 retrace la valeur moyenne de cette fonction théorique d'enracinement en fonction de la durée résiduelle du mandat de Pdg restant à courir. Ce graphique tend à montrer que les Pdg ayant l'opportunité de conserver longtemps leur mandat mettent en œuvre des stratégies d'enracinement forte. En effet, on observe une forte croissance du niveau théorique d'enracinement pour les Pdg ayant entre 22 et 14 années de mandat à courir. A l'inverse, pour les Pdg ayant une durée de mandat résiduelle inférieure à 14 années, le niveau d'enracinement décroît légèrement au fur et à mesure que l'on se rapproche de l'échéance, c'est-à-dire de la fin du mandat. Ceci tend à montrer qu'à partir d'un certain niveau d'enracinement, les dirigeants préfèrent vivre sur leurs acquis plutôt que de chercher à s'enraciner davantage.

$$Y_0 = a_1 \times X_1 + a_2 \times X_2 + a_3 \times \text{Ln}(X_3 + 1)$$

Figure 3 : Niveau moyen de l'engracinement théorique en fonction de la durée résiduelle du mandat de Pdg



4.2. L'estimation d'un optimum d'engracinement

La performance boursière annuelle ne semble pas être une fonction linéaire continue du niveau d'engracinement du Pdg (Tableau 3, modèle A) : bien que négatif le coefficient de régression est non significativement différent de 0 au seuil de 5%. Par contre, si l'on introduit un effet de seuil (Tableau 3, modèles B et C), on observe une relation statistiquement significative entre la performance boursière annuelle et le niveau d'engracinement du Pdg. Dans les deux modèles (B et C) le coefficient de régression est négatif et significativement différent de 0 au seuil de 1%. Ceci semble indiquer qu'il existe, du point de vue des actionnaires, un niveau d'engracinement optimal du dirigeant. Un niveau d'engracinement négatif (modèle B) ou inférieur à 0,01 (modèle C) indiquerait que, pour les actionnaires, le dirigeant n'est pas suffisamment engraciné. A l'inverse, un niveau d'engracinement positif (modèle B) ou supérieur à 0,01 (modèle C) indiquerait que le dirigeant est trop engraciné. Plus on s'éloigne de ce niveau d'engracinement optimal et plus l'incidence du sous ou du sur engracinement est négative sur la performance boursière de l'entreprise.

Comment cela s'explique-t-il ? Un dirigeant insuffisamment enraciné n'a pas développé de réseaux relationnels susceptibles d'enrichir l'entreprise. De plus, il a souvent été peu performant dans le passé (le niveau d'enracinement est conditionné de façon importante par la performance boursière antérieure), ce qui signifie, qu'indépendamment des réseaux relationnels appréhendés spécifiquement par le biais de variables explicatives, il n'a pas été capable de créer de nouveaux réseaux relationnels. Il est ainsi souvent reproché aux Pdg d'entreprises françaises (mais cela est vrai également des Pdg américains) de pratiquer les échanges d'administrateurs. Or, il est à noter qu'une entreprise préférera proposer à ses actionnaires comme administrateur, le Pdg d'une entreprise performante plutôt que le Pdg d'une entreprise en déclin. En étant performant, un Pdg peut ainsi entrer dans de nouveaux réseaux relationnels qui consolideront son pouvoir et favoriseront son enracinement (par exemple B. Arnault et V. Bolloré). A l'inverse, un Pdg trop enraciné privilégiera ses intérêts personnels ce qui accroîtra le conflit d'agence avec ses actionnaires. Les actionnaires doivent arbitrer afin de permettre au dirigeant de développer ses réseaux relationnels tout en évitant qu'il ne devienne incontrôlable. Notre hypothèse 1 semble donc confirmée.

Tableau 3: L'enracinement en tant que variable explicative de la performance annuelle.
1747 observations, période 1966-1990.

Variables explicatives de la performance annuelle $X_{5,t}$	Modèle (A) $b_0 + b_1 \times Y_{t-1}$	Modèle (B) $b_0 + b_1 \times Y_{t-1} - b_2 $ avec $b_2=0$	Modèle (C) $b_0 + b_1 \times Y_{t-1} - b_2 $ avec $b_2=0,01$
Constante	0,079	0,100	0,101
Enracinement théorique	-0,351 (-1,39)	-0,833 (-2,64) **	-0,977 (-2,78) **
R ² ajusté	0,1%	0,3%	0,4%
Ratio F	1,93	7,01 **	7,77 **

Les valeurs de t figurent entre parenthèses. Les coefficients sont significativement différents de 0 respectivement aux seuils de: *=5%, **=1%, ***=0,1%.

Le modèle C (Tableau 3) a été obtenu par tâtonnements. Pour des valeurs de b_2 légèrement inférieures à 0 ou légèrement supérieures à 0,1 les coefficients sont moins significatifs.

Les régressions des modèles B et C (Tableau 3) sont significatives au seuil de 1% et pourtant le pouvoir d'explication de la performance boursière annuelle relative par le veau d'enracinement demeure très faible (les R^2 sont respectivement de 0,3% et 0,4%). Nous retrouvons ici les explications fournies pour les résultats du tableau 2. Le nombre d'observations est important, nous n'avons introduit qu'une seule variable explicative et la variable expliquée est elle-même une variable très complexe puisque si le cours boursier dépend du dirigeant, il ne dépend pas seulement de son enracinement mais il prend en compte de multiples autres facteurs liés à l'entreprise tels que la situation économique sectorielle, l'état des infrastructures de l'entreprise, ses immobilisations, son personnel, sa capacité en matière de recherche et développement, ... Enfin, pour notre analyse, la valeur des R^2 n'a que peu d'importance car nous ne souhaitons pas déterminer à l'avance la performance boursière de l'entreprise mais simplement observer si le niveau d'enracinement du dirigeant est susceptible d'influer sur la richesse de ses actionnaires, ce qui semble être le cas.

Le modèle d'enracinement développé n'a volontairement retenu qu'un nombre limité de variables. Nous n'avons ainsi pas abordé l'autre aspect de la relation qui unit les dirigeants aux actionnaires, c'est à dire le pouvoir des actionnaires.

4.3. Discussion : les actionnaires sont-ils conscients du comportement des dirigeants ?

Pourquoi les actionnaires ne favorisent-ils pas une rotation plus rapide de leur Pdg afin d'éviter les conséquences néfastes du processus d'enracinement qui semblent survenir au bout de quelques années ?

Trois explications principales peuvent être avancées :

- (1) Les processus de contrôle des dirigeants fonctionnent défectueusement : les conseils d'administration étant composés de Pdg amis avec le plus souvent une condition de réciprocité (les dirigeants siègent au conseil d'administration des entreprises de leurs administrateurs), ces derniers sont peu enclins à se montrer très critiques.
- (2) Il existe des coûts de révocation élevés : en révoquant un Pdg, les actionnaires perdent du même coup l'accès aux réseaux relationnels qu'il avait constitués. On peut donc accepter que la révocation n'ait pas lieu à l'optimum de l'enracinement du point de vue de la richesse des actionnaires mais ait lieu un peu plus tard.²⁰ De même, on peut estimer que compte tenu des gains liés à l'accès aux réseaux relationnels, les actionnaires peuvent accepter pendant un temps un comportement plus opportuniste de la part de leurs dirigeants.
- (3) Les administrateurs et les actionnaires ne disposent pas de l'information pertinente en temps voulu pour apprécier l'opportunité d'un changement de Pdg.

Ce résultat corrobore l'étude faite en France sur la réaction favorable du marché boursier à l'annonce d'un changement de Pdg [B. Pigé 1997]. Selon cette étude, on observe en moyenne, une réaction boursière significativement positive autour de la date d'annonce. Cet effet positif semble d'ailleurs davantage lié à l'annonce du départ du Pdg en place qu'à l'annonce de l'arrivée d'un nouveau Pdg (bien que souvent les deux annonces soient concomitantes). On peut ainsi supposer que les actionnaires souhaiteraient une rotation plus fréquente des Pdg mais que le conseil d'administration

²⁰ Le nouveau Pdg ne disposant pas des réseaux relationnels sera moins performant en début de carrière que ne l'était le Pdg précédant à l'optimum de son enracinement.

ralentit ce processus pour des raisons qui restent à explorer même si certaines ont été suggérées ci-dessus.

Conclusion

La modélisation de l'enracinement des dirigeants fait dépendre le niveau d'enracinement des réseaux relationnels, tant internes qu'externes, ainsi que des efforts déployés par le dirigeant, tels qu'ils se sont traduits dans la performance relative antérieure de l'entreprise. Pour estimer le niveau d'enracinement d'un dirigeant, nous avons retenu la part non expliquée de la décision annuelle de maintien (ou de remplacement) par le conseil d'administration après prise en compte de la performance de l'année et de l'âge du dirigeant.

L'estimation des paramètres du modèle a montré que l'appartenance à un réseau relationnel externe ne constituait pas un facteur d'enracinement. A l'inverse, l'absence de réseau externe et de références "objectives" (telles que les diplômes) constituent des facteurs indirects d'enracinement, en ce sens qu'ils rendent plus coûteux pour le dirigeant le risque de ne pas être maintenu à son poste. Le développement d'un réseau relationnel interne, susceptible d'accroître l'enracinement, n'est possible pour le dirigeant qu'avant d'être promu Pdg. Une fois devenu Pdg, en raison de sa fonction de représentant des actionnaires, son réseau relationnel interne tend à se distendre. On observe ainsi une diminution de l'enracinement liée à l'usure du pouvoir de Pdg.

En termes d'enracinement, les efforts déployés par le dirigeant pour accroître la performance de l'entreprise sont bénéfiques. Par contre, une fois atteint un certain niveau d'enracinement, assurant au Pdg une réduction du risque de révocation, ce dernier arbitre de plus en plus en faveur soit d'une réduction des efforts fournis, soit d'une augmentation des avantages personnels qu'il s'octroie au détriment de la maximisation de la performance.

Les principales limites de l'étude proviennent de la méthodologie utilisée. En effet, il aurait été souhaitable d'augmenter le nombre de variables explicatives susceptibles de prendre en compte la création ou l'existence de réseaux relationnels. Ainsi, si la performance boursière antérieure permet d'appréhender les effets induits par une plus ou moins grande création de valeur actionnariale, elle a aussi pour effet d'introduire des biais dans l'estimation de l'enracinement du dirigeant puisqu'elle prend en compte d'autres facteurs non spécifiques à cet enracinement.

Un prolongement de cette étude consisterait à intégrer, dans le modèle précédemment défini, des variables supplémentaires mesurant les autres facteurs d'enracinement à la portée du dirigeant (par exemple les flux de liquidité disponibles, souvent appelés par les journalistes « trésor de guerre ») ainsi que les facteurs mesurant le pouvoir des autres parties à la vie de l'entreprise, en premier lieu les actionnaires (par exemple par l'introduction de variables mesurant la composition du conseil d'administration) mais aussi les salariés (un Pdg assurant un maintien ou une croissance de l'emploi est-il plus enraciné qu'un Pdg d'une entreprise qui réduit son effectif ?) ou les créanciers.

Bibliographie

AOKI M. (1990): "Toward an Economic Model of the Japanese Firm", *Journal of Economic Literature*, Vol. 28, mars, pp. 1-27.

BAKER G.P., JENSEN M.C. ET MURPHY K.J. (1988): "Compensation and Incentives: Practice vs. Theory", *The Journal of Finance*, Vol.43, N°3, July, pp.593-616.

BAUER M. ET BERTIN-MOUROT B. (1990) : *Les 200, en France et en Allemagne*, CNRS et Heidrick and Struggles.

BAUMOL W.J. (1959): *Business Behavior, Value and Growth*, MacMillan Company.

BRETON A. AND WINTROBE R. (1982): *The Logic of bureaucratic conduct*, Cambridge University Press.

CHARREAUX G. (1994): "Conseil d'administration et pouvoirs dans l'entreprise", *Revue d'économie financière*, hiver, pp. 49-79.

CHARREAUX G. (1997) : « Le statut du dirigeant dans la recherche sur le gouvernement des entreprises » in *Le Gouvernement des Entreprises*, Economica, Paris, pp.471-493.

CHARREAUX G. ET PITOL-BELIN J.P. (1990): *Le conseil d'administration*, éd. Vuibert gestion.

COLEMAN J.S. (1988): "Social Capital in the Creation of Human Capital", *American Journal of Sociology*, Vol.94, pp.95-120.

FURTADO E.P.H. AND KARAN V. (1990): "Causes, Consequences, and Shareholder Wealth Effects of Management Turnover: A Review of the Empirical Evidence", *Financial Management*, summer, pp. 60-75.

HARRISON J.R., TORRES D.L. AND KUKALIS S. (1988): "The Changing of the Guard: Turnover and Structural Change in the Top-Management Positions", *Administrative Science Quarterly*, Vol.33, June, pp.211-232.

JENSEN M.C. (1986): "Agency Costs of Free Cash-Flow, Corporate Finance, and Takeovers", *American Economic Review*, Vol.76, N°2, May, pp.323-329.

JENSEN M.C. (1993): "The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems", *The Journal of Finance*, Vol.48, N°3, July, pp.831-880.

JENSEN M.C. AND MECKLING W.H. (1976): "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics*, Vol.3, October, pp.305-360.

MILGROM P. ET ROBERTS J. (1997) : *Economie, organisation et management*, Pug.

MORCK R., SHLEIFER A. AND VISHNY R. (1990): "Do Managerial Objectives Drive Bad Acquisitions", *The Journal of Finance*, Vol.45, pp. 31-48.

PAQUEROT M. (1997) : « Stratégies d'enracinement des dirigeants, performance de la firme et structure de contrôle » in *Le Gouvernement des Entreprises*, Economica, Paris, pp.105-138.

PIGÉ B. (1996): "La probabilité de rotation des Pdg: une mesure du pouvoir de révocation du conseil d'administration", *Revue d'économie politique*, 106 (5), sept. - oct., pp.889-912.

PIGÉ B. (1997): "Le marché boursier réagit-il à l'annonce des changements de dirigeants", *Finance*, Vol.18, N°2, pp.51-66.

SHEARD P. (1989): "The Main Bank System and Corporate Monitoring and Control in Japan", *Journal of Behaviour and Organization*, N°11, pp.399-422.

SHLEIFER A. AND VISHNY R. (1989): "Management Entrenchment: The Case of Manager-Specific Investments", *Journal of Financial Economics*, Vol. 25, pp. 123-139.