

Thèse délivrée par

L'Université Lille 2 – Droit et Santé



**Université Lille 2
Droit et Santé**

N° attribué par la bibliothèque

____|____|____|____|____|____|____|____|

THÈSE

Pour obtenir le grade de Docteur en Sciences de Gestion

Présentée et soutenue publiquement par

Sabrina Chikh

Le 17 novembre 2010

L'EFFET DU DIRIGEANT SUR LA PERFORMANCE DE L'ENTREPRISE

JURY

Directeur de thèse :	Pascal Grandin	Professeur à l'Université de Lille 2
Membres du jury:	Michel Albouy	Professeur à l'IAE de Grenoble
	Alain Chevalier	Professeur à l'ESCP Europe
	Patrick Navatte	Professeur à l'Université de Rennes 1
	Eric de Bodt	Professeur à l'Université de Lille 2
	Michel Levasseur	Professeur à l'Université de Lille 2

*L'université n'entend donner aucune approbation
ni improbation aux opinions émises dans cette thèse.
Ces opinions doivent être considérées comme propres à
l'auteur.*

Remerciements

Au terme de cette recherche, mes remerciements vont vers les personnes qui, d'une manière ou d'une autre, ont rendu possible sa réalisation.

Je tiens à exprimer toute ma reconnaissance envers mon directeur de thèse, Pascal Grandin, pour avoir encadré mon travail de recherche. Je le remercie très sincèrement pour d'avoir créé un environnement propice à l'aboutissement de ma thèse en instaurant un climat de travail basé sur le sérieux et la confiance. J'ai eu la chance de travailler avec une personne faisant preuve d'une grande écoute et dotée de nombreuses qualités humaines.

Je suis très honorée de compter parmi mon jury les Professeurs Michel Albouy, Alain Chevalier et Patrick Navatte que je remercie d'avoir accepté cette mission. J'adresse également ma profonde reconnaissance à Eric de Bodt et Michel Levasseur qui me font également l'immense plaisir de participer à l'achèvement de ce travail et avec qui les échanges furent riches de précieuses pistes de recherche.

Cette thèse n'aurait été possible sans le soutien de Jean-Pierre Raman qui m'a accueillie en tant qu'assistante de recherche au sein de son établissement, SKEMA (à l'époque ESC Lille), et m'a ainsi offert l'opportunité de réaliser cette thèse dans de très bonnes conditions. Préparer son doctorat tout en exerçant une autre activité n'est possible que si l'on bénéficie d'un environnement de travail dynamique et amical. Je tiens à remercier l'ensemble du département Finance de Skema, et plus particulièrement Isabelle Morvan et l'ensemble des collègues pour leurs encouragements.

Je formule un grand merci à Anne Levasseur pour le temps qu'elle a accordé à la lecture de mes travaux, pour ses précieuses remarques ainsi que pour avoir rythmé avec tant de gentillesse la dernière ligne droite de ce travail de rédaction.

Je tiens à souligner ma collaboration avec Jean-Yves Filbien avec qui j'ai eu énormément de plaisir à travailler. Je lui suis très reconnaissante d'avoir contribué à un travail d'équipe aussi efficace.

Je voudrai également associer à mes remerciements à tous les membres du laboratoire LSMRC pour la dynamique et la bonne humeur qu'ils ont insufflé pendant ces années de recherche. J'adresse mes chaleureux remerciements de m'avoir transmis leur attachement, expérience et pratique de la recherche.

Faire une thèse est aussi appartenir à une communauté et c'est en ce sens que je dirige ma gratitude vers l'ensemble des doctorants avec qui j'ai eu l'occasion de partager mes réussites mais aussi mes échecs et où la solidarité dépasse les murs du laboratoire. Je dédie une pensée particulière à mes acolytes Mimi et Hiba, à mes compagnes de bureau et amies Marieke et Marjorie. J'adresse également un merci spécial à mes amis Dominique Richer, Fannie Blas et Julien le Maux pour leur participation.

Sommaire de la thèse

Introduction générale	21
REFLEXION AUTOUR DE L'EFFET DU DIRIGEANT	21
La vision déterministe	22
Des conclusions à reconsidérer	23
La latitude managériale	24
OBJET DE LA RECHERCHE.....	27
ORGANISATION DE LA THESE.....	28
Bibliographie.....	31
Chapitre 1 - La physionomie des grands patrons en France	37
1. Introduction.....	39
2. La formation des élites	41
2.1. Le système méritocratique des grands patrons français.....	42
2.1.1. Polytechnique.....	42
2.1.2. L'ENA.....	43
2.1.3. Les Grands Corps de l'Etat	44
2.1.3.1. Les hauts fonctionnaires techniques.....	44
2.1.3.2. Les hauts fonctionnaires administratifs	44
2.1.4. HEC.....	45
2.2. Les réseaux sociaux.....	45
2.3. La consanguinité des grands patrons	46
3. La physionomie des dirigeants du CAC 40 de 1990 à 2010.....	49
3.1. La tyrannie du diplôme initial perdure.....	49
3.2. Vers une diversification des parcours	51
3.3. L'origine des dirigeants	54
3.4. L'internationalisation des dirigeants	56
3.5. Un monde masculin	57

3.6. Le rajeunissement du CAC 40	59
4. Conclusion	61
Bibliographie.....	65
Chapitre 2 - L'endogamie des grands patrons dans la sélection des dirigeants	69
1. Introduction.....	71
2. La sélection des dirigeants : une préoccupation permanente	74
3. L'évaluation des compétences d'un candidat.....	76
4. Interne VS externe	79
5. Description de l'échantillon.....	82
6. Analyses descriptives et développement des hypothèses	83
6.1. Le type de succession	83
6.1.1. La succession par un dauphin : une transition calculée	84
6.1.2. Le recrutement à l'externe : la volonté d'une rupture	85
6.1.3. La succession familiale : une tradition qui s'essouffle.....	86
6.1.4. L'âge des dirigeants au moment du turnover : une question de contexte	88
6.2. Le motif du changement de dirigeant.....	89
6.2.1. La modification du système de gouvernance : pour plus de transparence	89
6.2.2. Les raisons du départ : parfois mitigées	90
6.3. Polytechnique, un vecteur d'endogamie	91
6.4. La spécificité sectorielle.....	91
6.4.1. Le type de succession : une question de secteur d'activité	91
6.4.2. L'endogamie : une spécificité sectorielle.....	92
6.5. Endogamie et performance	93
7. Modèles	95
7.1. Les déterminants de l'endogamie.....	95
7.2. L'effet de l'endogamie sur la performance	96
8. Résultats.....	97
8.1. Les déterminants de l'endogamie.....	97
8.2. Endogamie et performance	98

9. Conclusion	99
Bibliographie.....	103
Tables	107
Chapitre 3 - L'"effet dirigeant" sur la performance des firmes françaises : une approche revisitée	133
1. Introduction.....	135
2. Revue de la littérature	140
2.1. L'influence du leader	140
2.2. Débats autour de la méthodologie employée	142
3. Discussions autour des problèmes méthodologiques observés	148
3.1. L'ordre d'introduction des variables	148
3.2. L'absence de changement de dirigeant.....	150
3.3. La colinéarité parfaite	151
3.4. La composition et le découpage de l'échantillon	152
4. Cadre hypothétique.....	153
5. Hypothèses.....	154
6. Description de l'échantillon.....	158
7. Méthodologie.....	159
7.1. Variables dépendantes	160
7.1.1. La rentabilité économique (ROA)	160
7.1.2. Le Q de Tobin	161
7.1.3. Le ratio Market to Book (M/B).....	162
8. Résultats	162
8.1. La performance comptable.....	162
8.2. La performance financière	163
8.3. Robustesse des résultats.....	163
9. Conclusion	164
Bibliographie.....	167
Tableaux et figures	170

Chapitre 4 - Acquisitions and CEO Power: Evidence from French Networks	177
1. Introduction	179
2. Hypotheses Development	184
2.1. Structural Power	184
2.2. Ownership Power	185
2.3. Expertise Power	186
2.4. Prestige Power	187
3. Empirical Method	189
3.1. Sample Selection	189
3.2. Method	190
3.2.1. Market Reaction to M&A Announcements.....	191
3.2.2. CEO Power	192
3.2.3. Control Variables	193
4. Empirical Results	194
4.1. CEOs' and Acquiring Firms' Characteristics	194
4.2. Logit Estimates of the Likelihood of Completed Acquisition	196
4.2.1. Completed Acquisition and Market Reaction	196
4.2.2. Completed Acquisition, Market Reaction and CEO Power	197
5. Conclusion	198
References.....	201
Tables	206
Conclusion Générale	221
Synthèse et contributions de la recherche	221
Limites et perspectives ultérieures de recherche	225
Sommaire des tables et figures.....	229

« Dès lors que l'on a intériorisé le concept selon lequel rien ne peut être prouvé en termes absolus, la vie devient encore plus une affaire de chances, de risques et d'arbitrages. Dans un monde dépourvu de vérités démontrables, il ne reste que des probabilités et la seule façon de les affiner consiste à en savoir davantage et à mieux comprendre».

Robert Rubin, *In An Uncertain World*. Random House (2003).

INTRODUCTION GENERALE

Introduction générale

L'histoire des entreprises est marquée par les faits qui ont déterminés la réussite ou l'échec de leur conduite et qui, presque toujours, sont attribués à leurs dirigeants. Concernant les entreprises françaises, nous pouvons citer les exemples de Thierry Desmarest qui est crédité de la réussite de la fusion entre Total et Elf, et de Michel Pébereau de celle entre BNP et Paribas. Le redressement d'Alstom mené avec brio par Patrick Kron, Claude Bébéar qui a fait d'Axa le premier groupe d'assurance français ou encore Bernard Collomb qui a doublé la taille de Lafarge en moins de cinq ans sont d'autres exemples de dirigeants qui ont marqué leur entreprise. Les cas d'échec sont encore plus médiatisés, notamment Jean-Marie Messier désigné responsable de la chute de Vivendi ou encore Serge Tchuruk concernant les effets négatifs de la fusion Alcatel-Lucent qui donnent encore lieu à des débats aujourd'hui. D'un point de vue international, nous pensons à certains dirigeants tels que Louis Gerstner le sauveur d'IBM, Jack Welch chez GE, Carlos Ghosn chez Nissan ou encore Jorma Ollila chez Nokia qui ont contribué à l'affirmation d'une position, voire donné une nouvelle vie à leur entreprise. De même, lorsque nous considérons les cas d'entreprises qui ont été sérieusement remises en cause, certains noms nous viennent rapidement en tête tels que Jeffrey Skilling s'agissant de l'affaire Enron ou encore Dennis Kozlowski concernant le scandale Tyco. En somme, si ces noms sont aujourd'hui connus, c'est qu'ils ont joué un rôle décisif dans la stratégie des firmes qu'ils dirigent.

REFLEXION AUTOUR DE L'EFFET DU DIRIGEANT

Du point de vue médiatique, la responsabilité du dirigeant paraît sans équivoque, en revanche du point de vue académique, les avis restent partagés. D'un côté, est

souvent cité le modèle de Harvard (ou l'école du leadership) (Learned, Christensen et Andrews, 1961 ; Andrews, 1971) selon lequel le dirigeant est le *designer* de la stratégie de la firme. A l'opposé, la vision déterministe (ou l'école des contraintes) (Hannan et Freeman, 1977) argumente que l'entreprise reste dominée par les contraintes internes et externes, et de ce fait que la performance peut être difficilement attribuée au dirigeant en place. Parce qu'il est difficile de trancher entre les deux théories, un troisième courant se positionne entre les deux points de vue, la théorie néo-institutionnelle (Meyer et Rowan, 1977) qui reconnaît que les organisations subissent des pressions externes mais admet que le rôle du dirigeant dépasse le travail d'administration de son organisation. En d'autres termes, si les dirigeants peuvent avoir une influence significative sur les résultats de la firme, cette influence n'est pas systématique. La notion de latitude managériale fait le pont entre les deux théories en considérant que l'impact du dirigeant sur les résultats de la firme est fonction de son pouvoir discrétionnaire.

La vision déterministe

Ce courant de pensée considère que l'impact du dirigeant reste très limité compte tenu de la pression exercée par les contraintes externes et internes. Hannan et Freeman (1977) notent plusieurs contraintes internes sur l'action managériale telles que les investissements fixes dans des actifs spécialisés, la restriction de certains flux d'information, les contraintes de la politique interne ainsi que l'enracinement à la culture de l'entreprise ou à certaines normes. De même, ils identifient des contraintes externes telles que les barrières à l'entrée et à la sortie des marchés, l'accès restreint aux informations externes ainsi que les contraintes légales. Sous la pression, les dirigeants font des choix conformes aux attentes externes. Face à l'incertitude, ils prennent le moins de risque possible en imitant leurs homologues (en particulier ceux qui réussissent). Ainsi on assiste à un processus d'isomorphisme mimétique qui rend les stratégies très homogènes, en particulier de façon sectorielle (Spender 1989 ; Hambrick, Geletkanycz et

Fredrickson 1993 ; Haveman 1993). De plus, l'homogénéité des dirigeants augmente les chances de les voir choisir des options similaires. Leurs caractéristiques sont assez communes, en général des hommes, de race blanche, entre cinquante et soixante ans, diplômés de grandes écoles, et avec une carrière significative dans un grand groupe. Les dirigeants sont issus d'une élite assez restreinte et ont connu une socialisation commune, en conséquence leurs actions restent dans le même sillage. Ainsi, les pressions exercées par l'environnement, le désir de conformité ainsi que le mimétisme dans la prise de décision et l'important degré d'homogénéité des dirigeants sont des arguments qui renforcent l'idée que les grands patrons n'influencent pas la performance des entreprises.

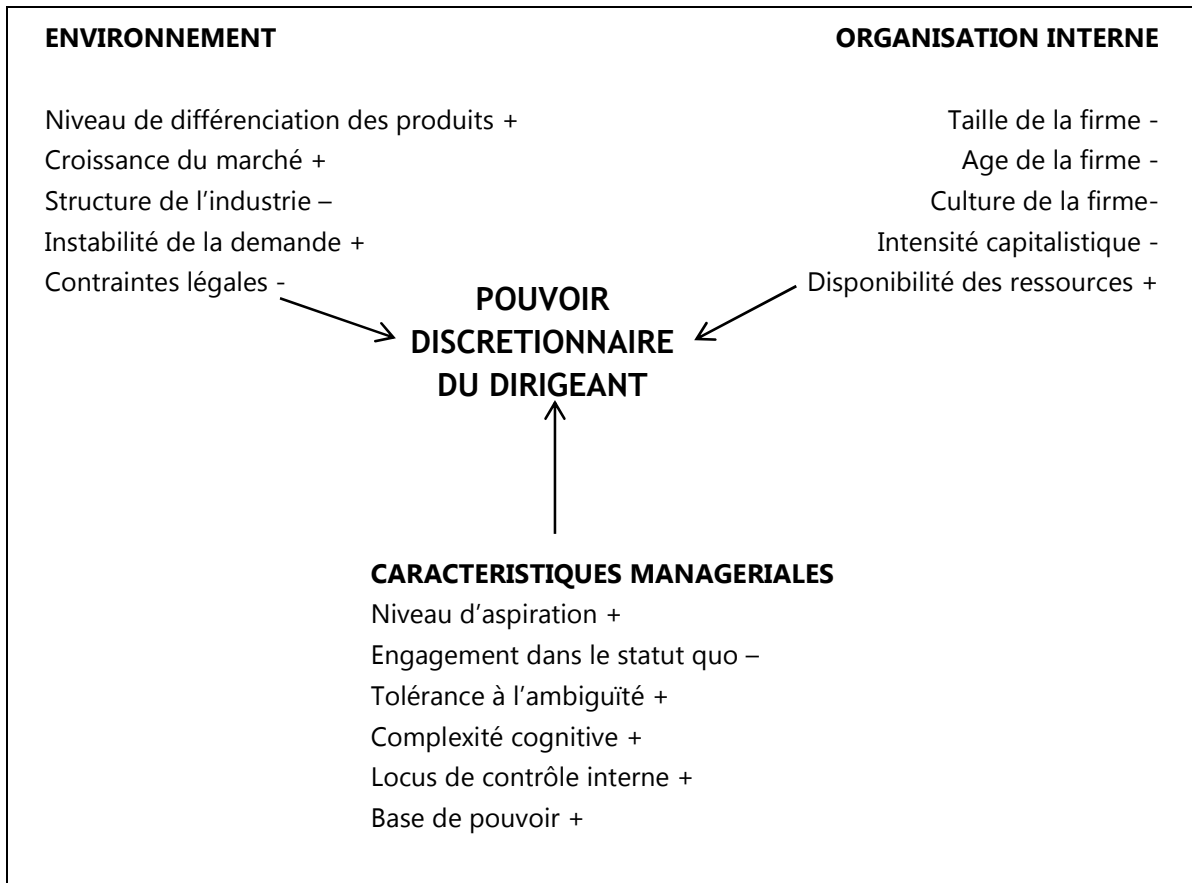
Des conclusions à reconsidérer

Certaines études empiriques ont contribué à corroborer cette hypothèse. Lieberman et O'Connor (1972) évaluent la contribution apportée par le dirigeant dans la performance des entreprises. Portant sur un échantillon de 167 entreprises sur une période de vingt ans, les auteurs estiment que le dirigeant est responsable de 6,5 à 14,5 % de la variance de la performance des firmes. Ces résultats les mènent à conclure que le dirigeant n'apporte pas de réelle contribution dans la création de valeur de la firme, les facteurs externes (l'année, l'entreprise et le secteur industriel) étant dominants dans l'explication de la variance des trois indices de performance étudiés. Cette étude, qui fut la première dans le genre, a donné lieu à quelques critiques et répliques (Weiner 1978 ; Weiner et Mahoney 1981). Ces aspects, qui sont détaillés dans le chapitre 3, montrent à quel point les conclusions de cette étude sont à prendre avec précaution. Premièrement, si nous traduisons l'ampleur de l'effet du dirigeant obtenu dans cette étude en dollars, l'interprétation quant à l'influence du dirigeant devient encore moins évidente. Deuxièmement, deux de leurs indicateurs de performance sur trois sont des grandeurs absolues (chiffre

d'affaires et rentabilité), ce qui ne permet pas la comparaison directe d'entreprises d'envergure différente. Troisièmement, les auteurs n'ont pas veillé à ne considérer que les entreprises pour lesquelles est observé au moins un changement de dirigeant durant la période d'étude, sans quoi l'effet du dirigeant ne peut être différencié de la variable entreprise. De ce fait, l'effet dû au dirigeant se trouve dilué et donc les résultats obtenus grandement amoindris.

La latitude managériale

Hambrick et Finkelstein (1987) introduisent et élaborent la notion de latitude managériale (*managerial discretion*) en considérant que l'impact du dirigeant d'une organisation dépend du pouvoir discrétionnaire qui lui est alloué. Les auteurs définissent les forces qui influencent la latitude managériale du dirigeant en distinguant celles qui découlent de l'environnement, de l'organisation ainsi que des caractéristiques du manager. La Figure 1 détaille les forces qui concernent chaque catégorie ainsi que le sens de la relation établi avec le pouvoir discrétionnaire du dirigeant.

Figure 1 : Les forces affectant le pouvoir discrétionnaire du dirigeant

Source : Finkelstein, Hambrick et Cannella, 2009

Considérant que l'impact du dirigeant est conditionné par le contexte dans lequel il évolue et par sa latitude managériale, Wasserman, Nohria et Anand (2001) étudient les facteurs qui influencent la part de performance attribuable au dirigeant. Les auteurs montrent que les effets du secteur industriel, la disponibilité des ressources ainsi que la fréquence des opportunités impactent l'amplitude de l'effet du dirigeant sur la performance de la firme. Certains secteurs d'activités sont plus facilement perméables aux décisions du dirigeant que d'autres, en particulier en fonction du niveau de différenciation élevé, du degré de compétitivité et du type de besoins à satisfaire. Hambrick et Abrahamson (1995) offrent une classification de 70 secteurs d'activité en fonction d'un score de

discrétion qu'ils ont établi à l'aide d'experts académiques. Pour un ordre d'idées, les secteurs relatifs à l'informatique ou aux cosmétiques figurent parmi les scores les plus élevés, alors qu'en fin de liste apparaissent les secteurs relatifs à l'énergie.

Les dirigeants peuvent donc jouer un rôle important dans la réussite ou l'échec de l'entreprise. Selon le troisième tome sur les élites françaises de Maurice Bernard (2010), la responsabilité des dirigeants est souvent la cause majeure de l'échec des entreprises qui ont échoué. Il souligne que même si le poids de la fiscalité française, la lourdeur de l'administration et le corporatisme syndical sont à juste titre désignés comme des facteurs favorisant l'échec des entreprises, ces contraintes pèsent de façon analogue sur toutes les entreprises, y compris celles qui ont réussi. Ainsi, les erreurs stratégiques de la direction ainsi que l'incompétence des dirigeants sont retenues comme des raisons de l'échec économique. En effet, les dirigeants diffèrent beaucoup dans leurs personnalités, leurs forces, leurs faiblesses, leurs valeurs et leurs croyances (Drucker, 1967), et leurs attributs ont un impact sur la performance de la firme (Kaplan et al., 2010 ; Bennendsen et al. (2008) Graham et al. 2009 ; Gabaix et Landier, 2008).

LES MOTIFS DE LA RECHERCHE

Ces éléments de réflexion nous ont conduit à nous interroger sur l'importance du dirigeant dans l'entreprise. De nombreuses études portent sur le dirigeant et s'intéressent particulièrement à la rémunération qui lui est attribuée. En effet, une recherche par mot clé sur le dirigeant donne une majorité de résultats qui concerne la légitimité des revenus des patrons. La deuxième vague de sujets fournis est orientée vers les changements de dirigeant. En allant plus dans le détail, il est vrai que le dirigeant est analysé sous toutes ses coutures mais certaines conclusions ne font pas toujours l'objet d'un consensus. Au travers de nos travaux, nous avons **l'ambition d'une recherche qui se veut collective** en touchant aussi bien le monde académique que le monde de l'entreprise. Nous proposons une **contribution à la recherche en sciences de gestion** dans le

domaine de la gouvernance des entreprises. Tout au long de cette thèse, nous n'avons pas perdu de vue **l'intérêt managérial de notre réflexion**¹. En ces temps d'importants tumultes financiers, la place du dirigeant est de plus en plus passée au crible et face à une médiatisation des échecs de plus en plus importante, ceux qui sont jugés défaillants font l'objet de nombreuses critiques. Le marché des dirigeants étant devenu disciplinaire (Allemand, 2005), la concurrence incite les numéros un à être plus efficaces ou alors participe à des sanctions irrévocables. A travers les contributions de cette recherche, nous espérons fournir des éléments de réflexion utiles à l'appréciation de l'importance du dirigeant ainsi qu'au rôle qu'il joue dans la firme.

OBJET DE LA RECHERCHE

Pour l'ensemble des travaux effectués durant cette thèse, nous avons choisi le marché des grandes entreprises françaises. Ce choix se justifie par la spécificité du portrait des grands patrons français ainsi que celle des réseaux qui les relie. Nous avons jugé intéressant de décrypter les modes de fonctionnement ainsi que l'impact de ces figures emblématiques, d'autant que la France a la particularité de repérer ses futurs dirigeants potentiels dès leur intégration au sein des grandes écoles d'excellence, l'école polytechnique et l'ENA (Ecole nationale des administrations), qui fournissent à elles seules plus de la moitié des numéros un du CAC 40.

De plus, nous ne saurions aller plus loin dans nos développements sans préciser le terme de dirigeant ou ce que signifie l'expression de grand patron. En effet, le patronat désigne un groupe social formé des chefs d'entreprises mais cette notion reste indéterminée (Dudouet et Grémont, 2010). Durant nos travaux de recherche, nous nous concentrons sur les dirigeants des grandes entreprises. Nous avons conscience que les décisions prises au sein des grands groupes sont

¹Le chapitre 4 de cette thèse a fait l'objet d'un article paru dans les Echos le 02/09/2009 intitulé « Les grands patrons ne tiennent pas compte de la réaction des marchés pour leurs acquisitions ».

le résultat d'une démarche collégiale validée aussi bien par le comité exécutif et le conseil d'administration (ou de surveillance si l'entreprise a adopté un système de gouvernance dual) et notre ambition n'est pas de réduire la stratégie des entreprises à une unique personne. Cependant la responsabilité des échecs ou la récompense des bons résultats sont dans la plupart des cas, à tort ou à raison, imputables au dirigeant. C'est une des raisons pour lesquelles notre réflexion s'est portée sur la figure la plus influente de l'entreprise : le PDG (président directeur général). Tout au long de ce travail de recherche, nous considérons dans nos diverses analyses empiriques les PDG mais aussi les directeurs généraux lorsque les fonctions de président et de direction ont été séparées et également les présidents du directoire pour les sociétés à conseil de surveillance.

ORGANISATION DE LA THESE

La thèse présente un **premier chapitre** qui apporte un **éclairage quant aux profils des dirigeants étudiés**. Les dirigeants français présentent des particularités qu'il est important de cerner et de comprendre, ainsi nous proposons une analyse descriptive de la physionomie des dirigeants du CAC 40 entre 1990 et 2010.

Les années 2000 ont connu un nouveau souffle au niveau de la direction des grandes entreprises. Un quart des dirigeants des grandes entreprises a été remplacé en 2009. L'objet du **chapitre 2** est **de déterminer le mode de renouvellement des dirigeants ainsi que les conséquences de l'endogamie dans la sélection des dirigeants sur la performance de l'entreprise**. Le mode de constitution de l'élite dirigeante semble reposer sur un système dynastique où le pouvoir se transmet à l'intérieur d'une élite, voire même au sein de la même école d'origine. Nous cherchons à déterminer les facteurs qui augmentent la probabilité d'observer de l'endogamie dans la sélection des dirigeants. Nous nous intéressons à trois niveaux d'endogamie. Le premier concerne l'endogamie stricte où le nouveau dirigeant a le même diplôme que le dirigeant remplacé, le

deuxième niveau, l'endogamie large, traduit le fait que le dirigeant entrant a le même profil que le dirigeant sortant et enfin le troisième niveau, que nous appelons l'endogamie des élites, se caractérise par le fait que les dirigeants qui se succèdent font partie du réseau des grandes écoles. Les facteurs que nous considérons portent sur les raisons qui ont conduit au changement de dirigeant, le mode de succession qui a été opéré ainsi que l'origine scolaire lorsque le dirigeant a fréquenté l'une des trois écoles prestigieuses (X, ENA ou HEC).

Après s'être intéressée au profil des dirigeants ainsi qu'aux conséquences sur leur recrutement, nous consacrons le **chapitre 3** à l'étude de **l'influence du dirigeant sur la performance de la firme**. Cette étude présente un double objectif. Dans un premier temps, il s'agit de discuter et de proposer des réponses aux questions soulevées à propos des études antérieures qui traitent de ce sujet. Dans un second temps, nous menons une étude empirique inédite concernant les dirigeants français qui, pour toutes les particularités mises en avant dans les chapitres précédents, constituent une population pertinente. Cette partie de la thèse rend compte de l'importance du dirigeant dans la stratégie de la firme et ainsi alimente les arguments relatifs à la sélection des dirigeants, aux questions relatives à leurs rémunérations ainsi qu'à leurs responsabilités en cas d'échec.

Enfin, le **chapitre 4**² investit la question de **l'influence du pouvoir du dirigeant dans la stratégie de croissance externe de la firme**. Il s'agit là d'affiner la question de l'effet du dirigeant sur la performance de la firme en considérant les décisions que le dirigeant prend, et ce à l'encontre de l'avis du marché. Nous avons choisi de nous intéresser aux acquisitions pour plusieurs raisons. Premièrement, les acquisitions sont des décisions qui peuvent être le fait des caractéristiques et des motivations propres aux dirigeants (*Hubris*, volonté de bâtir un empire, avantages pécuniaires, reconnaissance, ...). Deuxièmement, la

² Pour des raisons de communication et d'objectifs de publication, nous avons rédigé ce chapitre en anglais.

politique de croissance externe peut être très déterminante pour la réussite de la firme. Enfin, les informations concernant les acquisitions relèvent du domaine public et donc constituent des données facilement accessibles pour toutes les grandes entreprises. Afin de mesurer le pouvoir du dirigeant, nous nous basons sur la classification de Finkelstein (1992) qui propose quatre types de pouvoir : le pouvoir structurel, le pouvoir de propriété, le pouvoir d'expertise ainsi que le pouvoir de prestige. La particularité de notre approche concerne surtout le pouvoir de prestige que nous mesurons via les relations que le dirigeant entretient avec les acteurs économiques aux travers de ses réseaux sociaux. En effet, ce type de pouvoir prend toute sa dimension dans un marché où les dirigeants forment un petit monde.

Bibliographie

Allemand, I., 2005. Le rôle du marché des dirigeants dans le système de gouvernance des entreprises : une revue de la littérature. *Cahier du FARGO n°10509 Septembre 2005*.

Andrews, K.R., 1971. The Concept of Corporate Strategy. *Homewood; IL: Dow Jones-Irwin*.

Bennedsen, M., F. Pérez-Gonzalez and D. Wolfenzon, 2009. Do CEOs Matter? *Working paper*.

Bernard, M., 2010. Ombres et lumière : Les élites françaises, Tome 3. Ed. *L'Harmattan*.

Drucker, P., 1967. The Effective Executive. *Harper Collins, New York*.

Dudouet, et Grémont, 2010. Les grands patrons en France. Du capitalisme d'Etat à la financiarisation. *Edition Lignes de repères*.

Finkelstein, C.S., D.C. Hambrick and A.A. Cannella, 2009. Strategic Leadership: Theory and Research on Executives, Top Management Teams, and Boards. *Oxford University Press*.

Gabaix, X. and A. Landier, 2008. Why has CEO Pay Increased So Much. *Quarterly Journal of Economics*, 49-100.

Graham, J.R., R.H. Campbell and M. Puri. 2009. Managerial Attitudes and Corporate Actions. *Working paper*.

Hambrick, D.C. and C.S. Finkelstein, 1987. Managerial Discretion: A Bridge Between Polar Views Of Organizations. *In Research in organizational behavior, edited by L.L. Cummings and B.M. Staw, 369-406. Greenwich, CT: JAI Press*.

Hambrick, D.C. and E. Abrahamson, 1995. Assessing Managerial Discretion Across Industries: A Multimethod Approach. *Academy of Management Journal*, 38 (5), 1427-1441.

Hambrick, D.C., M.A. Geletkanycz and J.W. Fredrickson, 1993. Top Executive Commitment to the Statu Quo: Some Tests of its Determinants. *Strategic Management Journal*, 14 (6), 401-418.

Hannan, M.T., and J. Freeman, 1977. The Population Ecology of Organizations. *American Journal of Sociology*, 82, 929-964.

Haveman, H.A. 1993. Follow The Leader: Mimetic Isomorphism and Entry Into New Markets". *Administrative Science Quarterly*, 3 (4), 593-627.

Kaplan, S.N., M.M. Klebanov and M. Sorensen, 2010. Witch CEO Characteristics and Abilities Matter? *Forthcoming in Journal in Finance*.

Learned, E.P., C.R. Christensen and K.R. Andrews, 1961. Problems of General Management – Business Policy. *Homewood; IL: Irwin*.

Lieberson, S., and J. O'Connor, 1972. Leadership and Organization Performance: A Study of Large Corporations. *American Sociological Review*, 37 (2), 117-30.

Mahoney, T.A., and N. Weiner, 1981. A Model Of Corporate Performance as a Function of Environmental, Organizational, and Leadership Influences. *Academy of Management Journal*, 24 (3), 453-70.

Meyer, J and Rowan, 1977. Institutionalized organizations: Formal structure as myth and ceremony. *American Journal of Sociology* 83 (2), 340-363.

Spender, J.C., 1989. Industry recipes: The Nature and Sources of Managerial Judgement. *Oxford: Basil Blackwell*.

Wasserman, N., N. Nohria and B. N. Anand, 2001. When Does Leadership Matter? The Contingent Opportunities View of CEO Leadership" *Harvard Business School Working*.

Weiner, N., 1978. Situational Leadership Influences on Organisation Performance. *Academy of Management Proceedings*, 230-34.

Chapitre 1

LA PHYSIONOMIE DES GRANDS PATRONS EN FRANCE

Chapitre 1 - La physionomie des grands patrons en France

Résumé

Cette étude s'intéresse au profil des dirigeants des entreprises du CAC 40. Au travers d'une analyse descriptive de CV de dirigeants entre 1990 et 2010, nous mettons en avant les principaux changements qui se sont opérés au cours de ces vingt dernières années. Les principaux changements se notent au niveau de la diversification des parcours, de l'internationalisation notable des nouveaux dirigeants ainsi que le rajeunissement de la dernière génération de grands patrons. Par contre, certains critères de sélection perdurent tels que la masculinité des dirigeants ainsi que la suprématie de l'Ecole Polytechnique et de l'ENA. Parler de renouvellement des élites semble aujourd'hui encore exagéré, en effet les entreprises françaises semblent être davantage dans une logique de déplacement d'élites.

La physionomie des grands patrons en France

« *Polytechnique, rêve de toutes les mères* »

Gustave Flaubert, *Le Dictionnaire des idées reçues*.

1. Introduction

Le tissu économique français présente beaucoup de grandes entreprises très actives sur le marché international et les meilleures d'entre elles sont souvent leaders dans leur domaine comme LVMH, L'Oréal, Air Liquide, Total, Bouygues, Renault, etc. Leurs dirigeants sont les figures emblématiques du capitalisme. En plus de gérer l'entreprise qu'on leur a confiée, ils participent au développement des affaires par leur présence au sein d'un certain nombre de conseils d'administration mais leur visibilité doit beaucoup à leur implication dans la vie sociale comme Claude Bébéar (AXA) qui est très actif dans l'intégration des minorités dans l'entreprise ou encore Louis Schweitzer (Renault) président de la Haute Autorité de Lutte contre les Discriminations et pour l'Égalité (HALDE). En effet, le profil et plus précisément les diplômes des PDG du CAC 40 servent souvent de point de référence pour qualifier l'évolution des mœurs et des élites françaises. Compte tenu de la crise économique que traverse la majorité des pays, beaucoup de questions sont soulevées autour de l'identité des élites qui dirigent les grandes entreprises. Qui sont aujourd'hui les grands patrons en France ? Les conditions d'accès au pouvoir ont-elles évolué au cours de ces vingt dernières années ? La privatisation et l'internationalisation des capitaux a-t-elle conduit à une

transformation de la sociologie des dirigeants ? Le CAC 40 reste-t-il un petit monde où les grands décideurs se côtoient entre eux ?

Le premier chapitre soulève ces interrogations en apportant un éclairage nouveau quant à la physionomie des dirigeants en France ainsi que son évolution depuis ces vingt dernières années³. Courant 2009, près d'un quart des plus grandes entreprises françaises ont changé de visage, la presse en vient à parler de « lifting du CAC 40 »⁴. En effet, les nouveaux dirigeants sont plus jeunes que leurs prédécesseurs, des dirigeants de plus de soixante ans laissent la place à des quinquas, voire des quadragénaires. Le marché des dirigeants s'est internationalisé. Nous pouvons nous interroger sur l'explication de ce phénomène. D'un côté, il s'agit d'une conséquence de la mondialisation, cependant la représentation des dirigeants de nationalité étrangère reste modeste (17,5 %) compte tenu de la forte croissance des capitaux étrangers entrés dans l'actionnariat des grandes entreprises françaises. D'un autre côté, on se demande si cette tendance vient palier une pénurie de talents hexagonaux. Toutefois, la nomination de « dirigeants maison » reste très constante. Du point de vue de leur formation, les dirigeants sont essentiellement des produits des élites françaises avec Polytechnique (X⁵) qui reste la voie royale pour devenir grand patron. Aujourd'hui, le must est le cumul de diplômes « haut de gamme », ainsi on compte de plus en plus de X-ENA et HEC-ENA. Dans les secteurs largement nationalisés de la banque et de l'assurance dominant les patrons issus de l'administration ou nommés par le gouvernement. Les grandes écoles de commerce font doucement leur place au sein du cénacle des 40 premiers dirigeants. Quant aux études universitaires, à moins d'avoir été réalisées dans une des grandes facultés

³ Voir l'étude « La généalogie des nouveaux dirigeants » (Stéphanie Dameron) dans Le nouveau visage des dirigeants du CAC 40 pour un portrait des dirigeants entre 2004 et 2008.

⁴ « Petit lifting pour grand patron » www.lexpress.fr, article du 06/11/2009.

⁵ L'origine du surnom X est contestée : d'après certaines sources elle viendrait du blason de l'école qui représente deux canons croisés, symbole de l'artillerie ; selon une autre explication les polytechniciens seraient appelés les X par rapport à leurs compétences en mathématiques.

américaines, elles restent quasi inconnues des CV des grands patrons. Le cursus classique reste la promotion en interne avec un passage significatif à la direction d'une filiale étrangère. Les grands noms de l'indice phare de la place boursière parisienne demeurent exclusivement masculins. Malgré les objectifs annoncés concernant la féminisation des conseils d'administration, la France est encore parmi les pays développés les plus mal classés en termes de parité homme/femme au sein des conseils.

A travers ce chapitre, nous traitons des aspects relatifs aux grandes écoles françaises et nous décrivons les particularités de ces institutions distinctes des universités afin de mieux comprendre les répercussions en termes de relations sociales et d'influence sur le monde des grands patrons en France. Notre regard se portera plus particulièrement sur l'Ecole Polytechnique et l'Ecole Nationale d'Administration (ENA) qui à elles seules forment plus de la moitié des dirigeants du CAC 40. Nous évoquerons le cercle fermé que constituent les numéros un des grandes entreprises françaises et qui perpétue le pouvoir des élites en place. Dans un second temps, nous dresserons un état des lieux quant au profil des dirigeants du CAC 40 de 1990 à 2010 à l'aide de statistiques descriptives. Ce chapitre est également une clé de compréhension pour les chapitres suivants de la thèse qui feront référence aux réseaux sociaux des dirigeants.

2. La formation des élites

Le groupe social d'où provient la majorité des dirigeants des entreprises françaises reste étroit et la méritocratie scolaire demeure le critère presque exclusif de sélection vers le pouvoir économique⁶. Les anciens élèves des grandes écoles sont largement majoritaires parmi les grands patrons. En effet, plus de la moitié des grands patrons français sont polytechniciens ou énarques. Pour qualifier le système des conditions

⁶ Voir Les élites françaises Tome I, II et III par Maurice Bernard pour plus de détails sur la formation des élites en France.

d'accès à des postes de haut niveau en France, les sociologues parlent de tyrannie du diplôme initial. Recrutés à l'âge de vingt ans dans de grandes écoles, les élèves, une fois diplômés, sont voués à une carrière de direction, en s'affranchissant souvent des étapes imposées aux autres dirigeants.

Dans un premier temps, nous parlerons de ces grandes écoles qui font la particularité du système français puis nous fournirons des éléments chiffrés au sujet des dirigeants du CAC 40 de 1990 à 2010.

2.1. Le système méritocratique des grands patrons français

L'enseignement supérieur relève de l'Université partout dans le monde, sauf en France où il est, pour une grande partie, le fait d'institutions autonomes : les grandes écoles. En 1794, la Convention nationale crée l'Ecole Polytechnique (initialement appelée Ecole Centrale des Travaux Publics), le Conservatoire National des Arts et Métiers, l'Institut National des Langues Orientales et l'Ecole Normale Supérieure. Le système éducatif dual français est à l'origine de l'émergence d'élites sociales. Les grandes écoles garantissent à leurs diplômés l'emploi, le prestige et le pouvoir, alors que les universitaires accèdent à des emplois souvent inférieurs par rapport aux qualifications acquises. En devenant membres des élites, les diplômés des écoles prestigieuses appartiennent à des groupes dont la notoriété favorise les ambitions et donnent accès à certains privilèges.

2.1.1. Polytechnique

L'Ecole Polytechnique est la première institution fondée par les Révolutionnaires dans le domaine de la formation de l'élite. Basée sur le modèle militaire, elle ne forme qu'une minorité d'ingénieurs français, environ 400 chaque année parmi les 20 000 diplômés d'ingénieurs annuels. Durant les premières décennies, l'Ecole Polytechnique jouit de l'enseignement des plus grands savants de leur temps : Ampère, Cauchy, Arago, Monge en mathématiques, Lagrange, Poisson, Fourier en mécanique, Petit, Dulong en physique, Berthollet, Gay-Lussac en chimie. La sélection des candidats est

basée sur un concours très rigoureux et à l’abri des compromissions. Le concours est ouvert aux candidats titulaires d’un baccalauréat scientifique et après au moins deux ans d’études en classe de mathématiques supérieures et de mathématiques spéciales. Les diplômés sont voués à servir l’Etat, en intégrant un grand corps ou d’autres postes dans le secteur public.

Cette institution qui a longtemps eu le monopole d’une certaine forme d’excellence la partage aujourd’hui avec l’Ecole Normale de la rue d’Ulm-Sciences qui est aujourd’hui placée en tête de la recherche scientifique nationale et l’Ecole Nationale d’Administration qui occupe une place dominante dans les élites administratives et politiques.

2.1.2. L’ENA

Comme l’Ecole Polytechnique, l’ENA est une institution originale qui n’a son équivalent dans nul autre pays. A l’initiative d’un projet élaboré par Michel Debré en 1945 et approuvé par le Général de Gaulle, l’ENA a pour vocation de former des élites administratives afin de fournir à l’Etat des cadres supérieurs non techniques. L’ENA est une réponse à un besoin de la France de se doter d’une haute fonction publique moderne et de qualité en proposant une formation unifiée mais aussi diversifiée. Les modalités d’accès à l’ENA reposent sur un concours sélectif par trois voies possibles : la première est ouverte aux candidats titulaires d’un diplôme de deuxième cycle de l’enseignement supérieur (maîtrise ou équivalent), la seconde est ouverte aux personnels du secteur public qui peuvent justifier d’au moins cinq ans d’ancienneté et la troisième, instituée par la Gauche en 1981, est ouverte à des candidats qui justifient d’une activité professionnelle, syndicale ou représentative. En général, les élèves préparent les épreuves au concours dans les instituts d’études politiques, dont celui de Paris qui est le plus prestigieux et qui a la réputation d’offrir les meilleures chances d’entrer à l’ENA. Le concours est basé sur trois épreuves de cinq heures portant sur le droit public, l’économie et la situation générale politique et sociale puis sur une autre épreuve d’une durée de cinq heures également qui consiste à rédiger une note à

partir d'un dossier volumineux. Ensuite les candidats admissibles se présenteront à un oral portant sur les matières traitées à l'écrit, à un entretien avec le jury et à une épreuve de langues vivantes. Les mieux classés de la centaine d'élèves sortant chaque année ont le choix d'intégrer les grands corps de l'Etat : le Conseil d'Etat, l'Inspection des Finances et la Cour des Comptes.

2.1.3. Les Grands Corps de l'Etat

L'épithète de « grands » attribuée à corps ne réside pas dans sa taille mais dans la l'importance du pouvoir de ces institutions dans la société. Les « Corpsards » comme on les appelle, monopolisent les plus hauts postes de l'industrie française.

2.1.3.1. Les hauts fonctionnaires techniques

Le corps des Mines est réservé aux meilleurs polytechniciens (une dizaine par an), ainsi qu'à un ou deux normaliens et un ou deux élèves de l'ENA qui auront la possibilité de poursuivre trois années dans cette école des Mines. Cette institution a créé des esprits brillants qui ont permis entre autre la constitution de la filière nucléaire française, le développement d'Elf et Total, le positionnement de la France dans l'industrie de l'armement ainsi que de belles réussites industrielles telles que Renault, PSA, Saint-Gobain ou Usinor. Par ailleurs, le corps des Ponts et Chaussées accueille chaque année une trentaine d'élèves de l'Ecole Polytechnique. Les recrues auront ensuite l'occasion d'exercer dans de nombreux domaines de l'activité publique.

2.1.3.2. Les hauts fonctionnaires administratifs

Du côté des grands corps administratifs, les trois plus prestigieux sont la Cour des Comptes, le Conseil d'Etat et l'Inspection Générale des Finances, avec une mention spéciale pour le troisième corps. L'Inspection Générale des Finances est une caste qui ne fait pas l'unanimité en raison des parachutages de ses fonctionnaires aux plus hauts postes, notamment à la tête des plus grandes institutions financières et qui ont

parfois entraîné de gros désastres économiques tels que Jean-Yves Haberer pour le Crédit Lyonnais, Jean-Marie Messier concernant Vivendi, Michel Bon avec France Télécom ou encore Pierre Bilger l'ancien PDG d'Alstom et plus récemment Daniel Bouton avec la catastrophe financière de la Société Générale. Cependant, l'Inspection des Finances a également à son palmarès quelques-uns des plus grands noms tels que Louis Schweitzer (Renault), Michel Pébereau (BNP-Paribas) ou Jean-Charles Naouri (Euris).

2.1.4. HEC

L'Ecole des Hautes Etudes Commerciales (HEC), installée en 1881 boulevard Malesherbes, est l'une des premières écoles en France qui offre un enseignement préparant les élèves à la fonction de cadre supérieur ou de chef d'entreprise. Localisée à Jouy-en-Josas depuis 1966, HEC ne fut pas « grande » dès sa création comme le furent l'Ecole Polytechnique ou l'ENA, mais a gagné en légitimité au cours du siècle dernier. Au départ critiqué par rapport à ses conditions d'accès pas assez sélectives, le concours d'entrée à HEC est devenu beaucoup plus exigeant. Les anciens de HEC ne sont pas aussi nombreux que ceux de l'Ecole Polytechnique ou de l'ENA, mais le nombre de diplômés augmente chaque année.

2.2. Les réseaux sociaux

Le monde des affaires en France est fortement marqué par l'existence de réseaux sociaux, formels ou informels, qui permettent à leurs membres de perpétuer leurs pouvoirs ou encore d'accéder à certains privilèges. La franc-maçonnerie joue un rôle important dans le tissu social des grands patrons français. Ce sujet est assez délicat car les membres ont le devoir de rester discret quant à leur appartenance à ce réseau d'influence. L'Association Française des Entreprises Privées (AFEP), fondée en 1893 après l'arrivée de François Mitterrand par Ambroise Roux, président de la Compagnie Générales des Eaux (CGE) regroupe régulièrement les plus grands patrons français autour de déjeuners ou dîners afin de mobiliser une expertise capable de défendre

les principes de la libre entreprise. L'ambitieux objectif de ce polytechnicien était de « porter secours au capitalisme qui est gravement menacé ». Aujourd'hui considéré comme l'un des lobbies économiques les plus puissants de France, l'AFEP est présidée par Maurice Levy, après la présidence de Bertrand Collomb de 2002 à 2007 et celle de Jean-Martin Folz entre 2007 et 2010. D'autres clubs tels que Le Siècle, Le Cercle ou encore l'Automobile Club de France (ACF) réunissent aussi régulièrement les hauts membres de la classe dirigeante française.

2.3. La consanguinité des grands patrons

Malgré tous les codes de conduite et autres recommandations de la gouvernance des entreprises, les conseils d'administration du CAC 40 sont toujours largement consanguins. Le « code de gouvernement d'entreprise » publié en octobre 2008 par l'AFEP et le MEDEF précise que « *lorsqu'il [l'administrateur] exerce des fonctions exécutives il ne doit, en principe, pas accepter d'exercer plus de quatre autres mandats d'administrateur dans des sociétés cotées, y compris étrangères, extérieures à son groupe* ».

Tableau 1 : Top 10 des cumulards du CAC 40

TOP 10	Administrateur ou membre du conseil de surveillance :	Diplôme (source : ajouté par l'auteur)
1 Amaury de Sèze <i>Président de Carrefour (63 ans)</i>	Dassault, Gras Savoye, Publicis, Suez Environnement, Imerys, Bruxelles Lambert, Pargesa, Erbe, Power Corporation	Stanford Business School Institut des Hautes Etudes de Défense Nationale (IHEDN)
2 Michel Pérebeau <i>Président de BNP Paribas (67 ans)</i>	Axa, EADS, Lafarge, Saint-Gobain, Total, Galerie Lafayette	X ENA
3 Louis Schweitzer <i>Président du conseil de surveillance du Monde (67 ans)</i>	BNP Paribas, Veolia, L'Oréal, Allianz, AstraZenaca, Volvo	IEP ENA
4 Jean-Cyril Spinetta <i>Président des conseils d'Air-France -KLM et Areva (66 ans)</i>	Alcatel, GDF Suez, La Poste, Saint-Gobain	IEP ENA
5 Jean-Martin Folz <i>Ex-PDG de PSA (62 ans)</i>	Alstom, Carrefour, Axa, Saint-Gobain, Société générale, Solvay	X Mines
6 Jean-Louis Beffa <i>Président de Saint-Gobain (68 ans)</i>	BNP Paribas, GDF Suez, Le Monde, Bruxelles Lambert, Siemens	X Mines IEP et Ecole nationale supérieure du pétrole (ENSP)
7 Jean-René Fourtou <i>Président de Vivendi (70 ans)</i>	Axa, Capgemini, Sanofi-Aventis, Nestlé, NBC Universal	X
8 Henri Proglío <i>PDG d'EDF et président du conseil de surveillance de Veolia (60 ans)</i>	Lagardère, Natixis, CNP, Caisse d'Epargne	HEC
9 Thierry Desmarest <i>Président de Total (64 ans)</i>	Air Liquide, Areva, Renault, Sanofi-Aventis	X Mines
10 Gilles Pélisson <i>Président du conseil d'administration et directeur général d'Accor (52 ans)</i>	Bic, TF1, groupe Lucien Barrière, Lenôtre	ESSEC MBA de Harvard

Source : Le Nouvel Observateur, n°2345 15-21 octobre 2009 p. 28 : « Les cumulards du CAC 40 pilotent les multinationales et trusent les conseils des plus grands groupes ».

Pourtant, d'après le Tableau 1, il apparaît que sept dirigeants du CAC 40 cumulent plus de quatre mandats. La première place des cumulards revient à Michel Pébereau qui siège à six conseils d'administration de grandes entreprises : Total, AXA, BNP Paribas, Saint-Gobain, Lafarge et EADS. Total, GDF-Suez et BNP Paribas ont les conseils d'administration les plus connectés avec, chacune, 19 liens avec d'autres entreprises du CAC 40. Puis viennent Saint-Gobain avec 18 liens, et AXA avec 17 liens. Toutes les sociétés du CAC sauf une (Unibail Rodamco) partagent des administrateurs avec une autre⁷. Un article du Monde paru le 12 janvier 2010 et intitulé « Le capitalisme français reste aux mains d'un club très fermé » stipule qu'au niveau du CAC 40, 98 personnes détiennent 43 % des droits de vote⁸. Afin de mettre en évidence la tyrannie perpétuée par le diplôme initial sur la composition des conseils d'administration, nous avons complété le Tableau 1 par les diplômes obtenus par des dirigeants classés parmi les dix premiers « cumulards du CAC 40 ». Les chiffres parlent d'eux-mêmes : la moitié d'entre eux est passée par l'École Polytechnique dont deux sont X-Mines, nous comptons trois énarques, un diplômé d'HEC, un autre de l'ESSEC dont le parcours a été ponctué par un MBA de Harvard et enfin un diplômé de la prestigieuse Stanford Business School, doublé d'un passage à Institut des Hautes Etudes de Défense Nationale (IHEDN). En d'autres termes, 70 % de cette oligarchie est le fruit de hauts fonctionnaires, le reste du palmarès étant partagé par des parcours prestigieux et souvent légitimé par un passage dans un établissement outre Atlantique. Cette concentration, qui persiste malgré les nombreuses critiques, n'existe plus dans aucun autre pays du monde⁹.

⁷ *Alternatives Economiques* n° 292 - juin 2010 « Le gouvernement d'entreprise : les cumulards du CAC 40 ». (Auteur : Jean-Marc Delaunay)

⁸ Selon Daniel Lebègue, président de l'Institut Français des Administrateurs (IFA), également ancien dirigeant de la BNP et de la Caisse des dépôts : « Cent personnes concentrent dans leurs mains plus de 40 % du total des mandats des conseils d'administration des principales entreprises françaises. », Source : Le Parisien du 28/01/2010 « Les multiples casquettes des grands patrons français ».

⁹ « *En Amérique du Nord, au Royaume-Uni, dans les pays scandinaves, les dirigeants siègent de moins en moins dans les conseils d'administration d'autres sociétés. Les responsables de General Electric ont reçu pour consigne de n'accepter aucun autre mandat externe afin de consacrer 100 % de leur énergie à leur entreprise.* » Source : Le Parisien du 20/01/2010 « Le petit monde des dirigeants du CAC 40 » (propos de Daniel Lebègue).

3. La physionomie des dirigeants du CAC 40 de 1990 à 2010

Cette partie porte sur l'analyse descriptive du portrait des grands patrons de 1990 à 2010. Nous nous intéressons essentiellement à leurs diplômes et à d'autres aspects tels que l'âge, la nationalité ou le genre. Pour cette étude, nous avons récupéré la composition de l'indice du CAC 40 en 1990, 1995, 2000, 2005 et 2010 et avons recensé les dirigeants en place de chaque entreprise pour chaque période. Les données concernant les dirigeants ont été recueillies à l'aide de Factiva qui permet l'accès au Who's Who ainsi qu'au Guide des Etats-Majors, deux principales bases de données qui fournissent la biographie des acteurs principaux de l'économie française.

3.1. La tyrannie du diplôme initial perdue

Les polytechniciens restent la plus grande population des patrons du CAC 40 : ils représentaient 28 % des dirigeants en 1990 et concernent actuellement 30 % des quarante dirigeants les plus influents de France (Tableau 2). De même, nous observons un sursaut des dirigeants énarques durant les années 90, ils passent de 18 à 30% entre 1990 et 2000 et représentent aujourd'hui encore 23 % des grands dirigeants. Le poids important de l'Etat dans l'économie durant les années 90 a permis la constitution d'une véritable caste issue des grands corps et de la haute fonction publique. Ces dirigeants ont mené une carrière, d'abord dans l'administration puis dans le privé. Cette conjoncture (qui *a priori* ne se reproduira pas) a introduit, et ce de façon durable, l'établissement d'une reproduction des élites basée sur la méritocratie. Aujourd'hui, les élites ne se contentent pas d'une seule école prestigieuse. En 2010 près d'un cinquième des dirigeants cumule deux des diplômes qui font partie du « trio gagnant » des établissements qui forment le plus grand nombre des PDG français (X + ENA ou HEC + ENA).

Certains dirigeants français se sont exemptés du système méritocratique et sont parvenus à acquérir les compétences requises et à accéder à de hautes fonctions.

Compte tenu des responsabilités endossées, nous considérons comme autodidactes les dirigeants n'ayant pas poursuivi leurs études au-delà de Bac+2, les connaissances et les outils nécessaires au rôle de dirigeant n'étant pas enseignés durant cette période. Les « self-made men » sont de moins en moins présents au cours du temps, alors qu'ils étaient six à s'être instruits par eux-mêmes en 1990, seuls trois des dirigeants du CAC 40 sont autodidactes. Parmi ces trois dirigeants, deux sont présents dans leur entreprise éponyme depuis plus de vingt ans : Martin Bouygues et Patrick Ricard, héritiers de la famille fondatrice. Un seul a intégré le CAC 40 depuis récemment : il s'agit de Lakshmi Mittal, grand homme d'affaires indien qui a bâti un empire en rachetant des entreprises sidérurgiques en quasi-faillite et est parvenu à s'emparer d'Arcelor, le premier producteur mondial d'acier.

Tableau 2 : Répartition des principaux diplômes qui concernent les dirigeants du CAC 40 de 1990 à 2010

Année	X	ENA	HEC	X + ENA	HEC + ENA	Licence – Master	Doctorat	Business School	Ingénieurs	MBA	Autodidacte
1990	11 28%	7 18%	6 15%	0 0%	0 0%	2 5%	2 5%	2 5%	1 3%	0 0%	6 15%
1995	16 40%	10 25%	4 10%	2 5%	0 0%	2 5%	2 5%	1 3%	1 3%	0 0%	5 13%
2000	12 30%	12 30%	6 15%	2 5%	2 5%	2 5%	1 3%	2 5%	3 8%	0 0%	2 5%
2005	12 30%	9 23%	6 15%	2 5%	2 5%	2 5%	1 3%	1 3%	8 20%	1 3%	2 5%
2010	14 35%	9 23%	8 20%	3 8%	4 10%	2 5%	3 8%	3 8%	6 15%	3 8%	2 5%

3.2. Vers une diversification des parcours

Le Tableau 3 met en évidence l'ensemble des diplômes ainsi que les différentes configurations en termes de cumul depuis 1990¹⁰. Jusqu'en 2000, seuls les polytechniciens cumulaient plusieurs diplômes. En 1990, sur les onze polytechniciens présents, quatre ont intégré un grand corps et deux sont également docteurs en *Business Administration*. Le nombre de polytechniciens qui cumulent les diplômes a régulièrement augmenté au fil des années : ils représentent 13 cas sur 14 en 2010 ! Les énarques ont évolué de la même façon¹¹. En 2000, ils sont trois sur dix à être titulaire du doublet HEC/ENA ou ESSEC/ENA et en 2010 cinq des six énarques sont titulaires d'un diplôme d'une des deux prestigieuses écoles de commerce. Nous constatons que l'ENA continue à alimenter le monde des affaires en dirigeants mais leur présence doit être désormais davantage légitimée par une formation d'excellence en commerce. Nous remarquons que les dirigeants ont des parcours de plus en plus divers au fur et à mesure des années. A titre d'illustration, en 1990 nous comptons 10 diplômes principaux, l'onglet 2010 enregistre quant à lui 18 lignes. Les études à vocation commerciale sont davantage prisées, le Tableau 2 nous montre en effet une augmentation des dirigeants diplômés d'une école de commerce (seules HEC et l'ESSEC sont concernées par le CAC 40) ou d'un MBA.

¹⁰ Voir l'Annexe 1 pour le détail des dirigeants du CAC 40 et de leurs diplômes en 2010.

¹¹ Concernant l'ENA, nous n'avons pas mentionné le fait d'avoir fait l'IEP puisqu'il s'agit de la voie principale pour accéder à l'ENA.

Tableau 3 : Répartition des diplômes des dirigeants du CAC 40 de 1990 à 2010
(voir l'Annexe 2 pour la signification des sigles des écoles)

		Diplôme principal		Diplôme 2		Diplôme 3	
1990	X	11	Mines	3	Doctor in Business Administration	1	
			Doctor in Business Administration	1			
			Ponts et Chaussées	1			
	ENA	7					
	HEC	6					
	Autodidacte	6					
	Licence Sc. Éco	2					
	ESC Paris	2					
	INSEAD	1					
	ENSEEIH	1					
IEP	1						
CNAM	1						
1995	X	16	Mines	2	Doctor in Business Administration	1	
			Ponts et Chaussées	1			ENA
			Doctor in Business Administration	1			
			ENST	1			
			IEP	1			
	ENA	8					
	Autodidacte	5					
	HEC	4					
	CNAM	1					
	Diplômé du Centre de formation des journalistes	1					
ESC Paris	1						
IAE	1						
INSEAD	1						
Licence Sc. Éco	1						
2000	Supélec	1					
	X	12	ENA	1			
			ENSAE	1			
			Ingénieur de l'Armement	1			
			Mines	4	IEP	1	
					Doctor in Business Administration	1	
Ponts et Chaussées	1	ENA	1				
ENA	10	ESSEC	1				

Diplôme principal		Diplôme 2		Diplôme 3			
		HEC	2				
	HEC		4				
	Autodidacte		2				
	Electrical Engineering from the Polytechnic of Turin		1				
	CNAM		1				
	Diplômé du Centre de Formation des Journalistes		1				
	Ecole Centrale		1				
	École Polytechnique Fédérale de Lausanne (Suisse)		1				
	Institut Européen d'Administration des Affaires		1				
	Licence en Droit		1				
	Licence Sc. Éco		1				
	Mines		1				
	Supélec		1				
2005	X		12	ENA	1		
				ENST	1	ENA	1
				IEP	1		
				Ingénieur de l'Armement	1		
				MBA	1	INSEAD	1
				Mines	3		
				Ponts et Chaussées	1		
		ENA	7	ENS	1		
		HEC	4	HEC	2		
		Autodidacte		2			
		Ecole Centrale		2			
		CNAM		1			
		DEA à l'Université de Paris-Dauphine (Politique générale des organisations)		1			
		ECAM		1			
		École Polytechnique Fédérale de Lausanne		1			
		IEP		1			
		ENSEEIH		1			
		Ingénieur des Travaux Publics	1	CPA	1		
		Ingénieur en Electronique de l'Université de Pavie		1			
		Ingénieur en Informatique		1			
		INSEAD		1			
		Master Sc Eco		1			
		Sup'Aéro		1			

		Diplôme principal	Diplôme 2		Diplôme 3	
2010	X	14	Doctor in Business Administration	1		
			Ecole Nationale Supérieure des Industries Chimiques	1		
			ENA	3	Ingénieur de l'Aviation Civile	1
			ENS	1		
			ENST	1	Doctor in Business Administration	1
			Mines	4		
			Ponts et Chaussées	2		
	ENA	6	HEC	4		
			ESSEC	1		
	HEC	4				
	Autodidacte	2				
	DEA	1				
	Diplômé de l'Université d'Utrecht (droit et politique)	1				
	Docteur en Sc. Economiques	1				
	ECAM	1				
	Ecole des Pétroles et des Moteurs	1				
	ESC PARIS	1				
	ESEO	1	MBA	1		
	ESSEC	1	MBA	1		
	IEP	1				
Ingénieur en Electronique de l'Université de Pavie	1					
International Institute for Management Development de Lausanne	1					
Ecole Centrale	1	MBA	1			
Université du Queens (Ontario, Canada)	1					
École Polytechnique Fédérale de Lausanne	1					

3.3. L'origine des dirigeants

L'origine du dirigeant traduit le niveau de mérite dans son accession au pouvoir. En effet, être né fils du fondateur d'un grand groupe, y avoir été parachuté du fait d'être haut fonctionnaire ou alors avoir gravi chaque marche pour parvenir au sommet ne

signifie pas la même chose. A ce sujet, Michel Bauer et Bénédicte Bertin-Mouro¹² définissent une typologie des dirigeants qui qualifie le mode d'accès au poste de dirigeant selon trois atouts : l'atout-Etat, l'atout-capital et l'atout-carrière. A l'intérieur de chacun des atouts, les auteurs précisent un ensemble de sous-atouts. L'atout-Etat correspond aux dirigeants qui sont parvenus à leurs fonctions via plusieurs sous-atouts : les grands corps, les cabinets ministériels, le simple passage par la haute administration, les activités et/ou amitiés politiques. La notion de mérite varie en fonction du sous-atout concerné. En effet, alors que certains sous-atouts supposent un parcours exceptionnel compte tenu des conditions de recrutement, d'autres se basent sur le fait d'avoir un ami bien placé. Parmi les détenteurs de l'atout-capital, on distingue les fondateurs, les héritiers, les héritiers-fondateurs et les membres de grandes familles. Alors que les fondateurs ont le mérite d'avoir créé une entreprise qui a prospéré, les héritiers ont eu avant tout la chance de naître au bon endroit. Les membres de grandes familles quant à eux ont pu tirer parti de leur nom prestigieux pour favoriser leurs entreprises. Enfin, les détenteurs de l'atout-carrière doivent leur ascension aux performances réalisées durant leur carrière. Certains ont gravi les échelons au sein de l'entreprise qu'ils dirigent, on parle alors du sous-atout carrière-maison. D'autres ont fait leur carrière dans une entreprise différente, on parle de sous-atout carrière-mobile. Les premiers sont définis comme des « patriotes » de l'entreprise puisqu'ils ont évolué dans la culture de leur firme et en connaissent bien les rouages, alors que les seconds restent souvent façonnés par la culture de l'entreprise dans laquelle ils ont fait leur carrière.

Le paysage des dirigeants français a vu des changements significatifs sur la question de l'origine. En effet, tandis que le nombre de dirigeants fondateurs s'épuise, la promotion en interne est et devient de plus en plus pratiquée (Tableau 4). Il s'agit du mode classique d'accès au poste de dirigeant, avec un passage significatif en tant que directeur de filiale à l'étranger. Mis à part le cas de Lakshmi Mittal, les fondateurs ou héritiers de famille fondatrice contemporains sont des dirigeants d'entreprises qui

¹² Co-fondateurs et co-animateurs de l'Observatoire des Dirigeants au CNRS.

font partie du CAC 40 depuis des décennies. Les années 2000 voient un bouleversement des pratiques de gouvernance et les patrons non performants sont remerciés. Jean-Marie Messier est l'un des premiers en France à subir cette nouvelle loi du marché. Face à cette volonté de rupture avec les opportunités de carrière offertes aux dirigeants au cours des années 80 et 90, les entreprises cherchent le changement et s'orientent davantage vers le recrutement à l'externe (23 % des dirigeants du CAC 40 sont issus d'un recrutement externe, comparé à 18 % avant et aujourd'hui).

Tableau 4 : Répartition de l'origine des dirigeants du CAC 40 de 1990 à 2010

Année	Fondateur		Hériter de la famille fondatrice		Promotion interne		Recrutement externe	
	Nombre	%	Nombre	%	Nombre	%	Nombre	%
1990	5	13 %	6	15 %	19	48 %	7	18 %
1995	3	8 %	6	15 %	26	65 %	5	13 %
2000	4	10 %	3	8 %	23	58 %	9	23 %
2005	2	5 %	4	10 %	27	68 %	6	15 %
2010	2	5 %	5	13 %	26	65 %	7	18 %

3.4. L'internationalisation des dirigeants

Les entreprises françaises les plus internationalisées embauchent de plus en plus de cadres étrangers, nous seulement en raison de leur présence à l'étranger mais aussi pour élargir la culture de l'entreprise aux dimensions du marché mondial. Jusqu'en 2004, les patrons du CAC 40 étaient exclusivement de nationalité française, excepté le PDG de l'Oréal, Lindsay Owen Jones, britannique atypique diplômé d'Oxford et de l'Insead, faisant à l'époque figure d'exception dans le paysage patronal français. En 2010, sept dirigeants sont de nationalité étrangère (Tableau 5). La présence de Lakshmi Mittal est la conséquence de la fusion entre Arcelor et Mittal, et celle d'Axel Miller, de nationalité belge, le résultat de la fusion entre une banque française et une banque belge qui a donné Dexia. Pour Carlo Bozotti, italien, il s'agit d'une ascension interne due à l'internationalisation de STMicroelectronics. Apparue grâce au

rapprochement entre deux groupes, Alcatel-Lucent est dirigée par un néerlandais, Ben Verwaayen, qui a exercé des fonctions au sein de la direction de Lucent pendant une dizaine d'années. L'X-Mines Carlos Ghosn né au Brésil de père libanais, a succédé à Louis Schweitzer à la tête de Renault suite à l'alliance entre Renault et Nissan, constructeur automobile qu'il a sauvé de la faillite. Enfin, plus récemment, Chris Viehbacher qui cumule les nationalités allemande et canadienne est nommé à la tête de Sanofi Aventis après une carrière internationale dans le secteur pharmaceutique (France, Allemagne, Grande-Bretagne, Etats-Unis, Canada). Il en va de même pour le suédois Lars Olofsson qui a remplacé le 1^{er} janvier 2009 l'espagnol José Luis Duran à la direction de Carrefour.

Tableau 5 : Représentation des dirigeants du CAC 40 de nationalité étrangère de 1990 à 2010

Année	Dirigeants d'origine étrangère	
1990	1	3,0 %
1995	1	3,0 %
2000	2	5,0 %
2005	4	10,0 %
2010	7	17,5 %

3.5. Un monde masculin

Tous les numéros un du CAC 40 sont des hommes. En effet, mis à part le passage de l'américaine Patricia Russo, diplômée de Georgetown, aux commandes d'Alcatel-Lucent de 2006 à 2008, et du fait des problèmes résultants de la fusion entre le groupe français Alcatel et l'américain Lucent, nous ne recensons aucune femme à la tête d'une entreprise du CAC 40. La direction exécutive reste également masculine. Si nous nous intéressons à la présidence des conseils de surveillance, nous recensons deux femmes : Elisabeth Badinter, présidente du conseil de surveillance de Publicis depuis 1996 et Patricia Barbizet chez PPR entre 2001 et 2008. La France est un des pays développés les plus en retard à ce sujet. D'après des données de la Commission

Européenne de 2008 concernant le classement des mauvais élèves en la matière, la France se situe quatrième ex-aequo avec la Turquie avec seulement 9 % de femmes dans les conseils d'administration des plus grandes entreprises. La Norvège occupe de loin la première place des mieux classés avec 41 % de femmes intégrées dans les conseils d'administration¹³.

D'ailleurs, nous avons élargi notre recherche de femmes PDG au SBF250 entre 1990 et 2008 et nous n'avons trouvé que cinq autres femmes ! Anne-Claire Taittinger et Annette Roux respectivement dirigeantes de Taittinger et de Beneteau pour des raisons de succession familiale. Colette Robert, PDG des laboratoires Arkopharma qu'elle a fondés en 1980 avec le docteur Rombi. Eliane Sermondadaz, docteur en droit et expert-comptable, a été aux commandes de Gécina entre 1993 et 2000. Plus récemment, Barbara Dalibart est nommée à la tête d'Equant, après une carrière très dynamique dans le secteur des fournisseurs de solutions réseaux. Enfin, la très emblématique et médiatisée Anne Lauvergeon qui a intégré le corps des Mines après son diplôme d'ingénieur à l'Ecole Nationale Supérieure et devenue PDG d'Areva à la suite de différents postes de direction dans l'industrie. La faible proportion de femmes à des postes de direction et notamment dans les conseils d'administration inquiète aujourd'hui beaucoup les partisans de la parité. A ce titre, la proposition de loi Zimmermann-Copé contraint à terme les grandes entreprises à un quota de 40 % de femmes dans leur conseil d'administration. Le quota de 20 % devra être atteint trois ans après la promulgation de la loi, et un délai de six ans est prévu pour le quota de 40 %. Actuellement la France compte 17,2 % de femmes dirigeants. Il n'y a que 10 % de femmes dans les conseils d'administration des sociétés du CAC 40 et 8 % dans les conseils d'administration des 500 premières entreprises françaises (Source : Reuters, 20 janvier 2010). D'après le cabinet d'études et de conseils InvestorSight¹⁴ la proportion des femmes dans les conseils d'administration est passée de 8 % à 11 % entre 2009 et 2010, la moitié des nominations enregistrées durant cette période

¹³ *Alternatives Economiques Pratique* n° 041 - novembre 2009 « CAC 40 : où sont les femmes ? » (Claire Cotentin).

¹⁴ Source : Les Echos, 2 Juin 2010.

concernent des femmes. La vitesse de féminisation des conseils d'administration est différente selon les groupes et est fréquemment orientée vers des personnalités atypiques telles qu'Amélie Oudéa-Castéra, nommée au conseil d'administration de Lagardère SCA, membre de la direction financière d'AXA, ex-championne de France de tennis et compagne du PDG de la Société Générale, Frédéric Oudéa ou encore Bernadette Chirac, femme de l'ancien Président de la République, appelée à siéger au conseil d'administration de LVMH.

3.6. Le rajeunissement du CAC 40

L'âge moyen des patrons du CAC 40 n'a pas beaucoup évolué depuis 1995. En effet, entre 1990 et 1995 les dirigeants étaient en moyenne âgés de 53 ans. Depuis, l'âge moyen s'est hissé autour de 57 ans (Tableau 6), soit un vieillissement de quatre ans. Nous expliquons cela par l'importance des dirigeants-fondateurs qui bénéficient beaucoup plus jeunes du statut de grands patrons. L'écart-type de l'âge des dirigeants a significativement diminué entre 1990 et 2010. Au

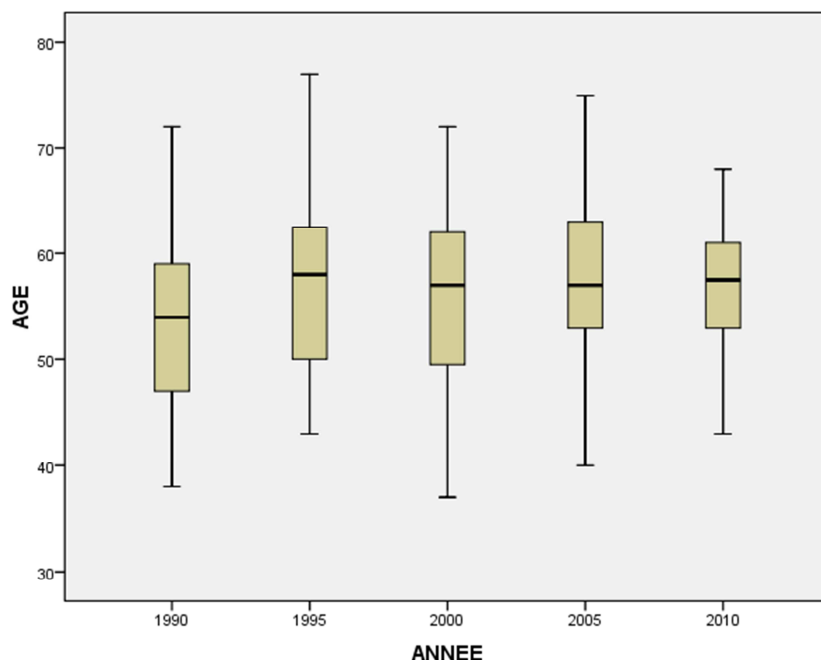
Graphique 1, nous voyons en effet que l'amplitude de l'âge des dirigeants a significativement diminué. Alors que les plus jeunes dirigeants n'avaient que 38 ans en 1990, l'âge minimum se situe à 43 ans en 2010. Nous expliquons cela par l'absence de renouvellement des dirigeants fondateurs qui sont en général ceux qui accèdent à un jeune âge à la fonction de dirigeant. Toutefois, nous notons une nouvelle génération de jeunes dirigeants quadragénaires comme José Luis Duran à la tête de Carrefour remplacé par un autre quadra Lars Olofsson, François-Pinault chez PPR, Edouard Michelin en remplacement de son père, Jean-Pascal Tricoire directeur du directoire de Schneider Electric et plus récemment Frédéric Oudéa qui prend la fonction de PDG à la Société Générale depuis la démission de Daniel Bouton. Une nette évolution s'observe également au niveau de l'âge maximum qui atteignait les 77 ans dans les années 90 alors qu'il est aujourd'hui de 68 ans. Ceci est la résultante des pratiques de gouvernance qui préconisent de fixer un âge limite pour les

fonctions de directeur général et de président. Au regard des statuts des sociétés qui composent l'indice CAC 40, l'âge limite prévu des présidents et des directeurs généraux oscille entre 65 et 70 ans¹⁵. Néanmoins quelques cas particuliers subsistent comme chez Lagardère où l'âge d'un gérant (la société est une commandite par actions) est fixé à 80 ans ou encore chez Michelin où le président peut conserver son poste jusqu'à 72 ans.

Tableau 6 : Analyse descriptive de l'âge des dirigeants en France de 1990 à 2010

Année	Moyenne	Ecart-type	Minimum	Maximum
1990	53,8	8,4	38	72
1995	57,7	8,0	43	77
2000	56,3	8,2	37	72
2005	57,3	7,6	40	75
2010	57,0	6,2	43	68

Graphique 1 : Représentation graphique de l'âge des dirigeants en France de 1990 à 2010



¹⁵ Sans dispositions particulières sur l'âge limite prévues dans les statuts d'une entreprise, c'est le droit commun qui s'applique. Celui-ci est fixé par le Code de Commerce stipulant que les fonctions de président, directeur général et directeurs généraux délégués sont limitées à 65 ans.

4. Conclusion

Les années 90, qui ont vu la privatisation de beaucoup d'entreprises ainsi que l'internationalisation des stratégies et l'enrichissement des dirigeants, ont été marquées par quelques échecs comme Vivendi, Alcatel, Bull ou Moulinex mais, de façon générale, cette période a été profitable aux entreprises françaises telles que Accor, Air Liquide, Axa, BNP Paribas, Carrefour, Danone, Lafarge, L'Oréal, LVMH, Renault, Saint-Gobain, Suez...¹⁶ A cette époque, hormis les héritiers, seuls les fonctionnaires issus des Grands Corps avaient une chance de devenir PDG. Malgré la vague de privatisation qui a complètement changé le paysage économique de l'hexagone, les dirigeants restent intégrés dans un réseau relationnel très proche de l'appareil politique et de l'Etat. Le duo gagnant, Polytechnique et ENA, produit encore plus de la moitié des grands patrons. Le cumul de hautes études augmente les chances de figurer à la direction des multinationales ; X-Mines, X-ENA ou encore HEC-ENA sont le must du parcours du grand patron. Les nominations à la tête des grandes entreprises françaises ont été de plus en plus ouvertes et ont coïncidé avec l'arrivée d'une nouvelle génération de dirigeants. L'année 2009 a été marquée par une valse des patrons qui concerne près d'un quart des sociétés du CAC 40. Les nouveaux numéros un restent exclusivement masculins, sont davantage gestionnaires de formation que leurs prédécesseurs, plus internationaux et avec des parcours plus diversifiés mais ils restent le fruit d'une élite très étroite. Le pouvoir économique demeure au sein d'une caste dirigeante fermée, principalement issue de la haute fonction publique. Même si le CAC 40 a bien renouvelé les visages de ses dirigeants ces trois dernières années, les élites quant à elles semblent avoir été davantage déplacées que remplacées.

¹⁶ Voir le livre « Grands Patrons la fin d'un monde » (Frédéric Lemaître) pour plus de détails sur l'histoire des plus grands succès et échecs des patrons français.

Annexe 1 : Les patrons du CAC 40 leurs diplômes en fin aout 2010 (voir Annexe 2 pour la définition des sigles des écoles)

Dirigeant	Société	Diplômes	Fondateur ou héritier de l'entreprise qu'il dirige	Carrière dans l'entreprise qu'il dirige	Passage dans la haute fonction publique ou dans un cabinet ministériel
Gilles Pélisson	Accor	ESSEC, MBA		✓	
Benoît Potier	Air Liquide	ECAM		✓	
Ben Verwaayen	Alcatel	Diplômé de l'Université d'Utrecht (droit et politique)		✓	
Patrick Kron	Alstom	X-Mines			✓
Lakshmi Mittal	Arcelor-Mittal	Autodidacte	✓	✓	
Henri de Castries	Axa	ENA, HEC		✓	✓
Baudouin Prot	BNP Paribas	ENA, HEC		✓	✓
Martin Bouygues	Bouygues	Bac	✓	✓	
Lars Olofsson	Carrefour	International Institute for Management Development de Lausanne			
Georges Pauget	Crédit Agricole	Docteur en Sciences Economiques		✓	
Paul Hermelin	Cap Gemini	X, ENA			
Franck Riboud	Danone	École Polytechnique Fédérale de Lausanne (Suisse)	✓	✓	
Pierre Mariani	Dexia	ENA, HEC			
Louis Gallois	EADS	ENA, HEC		✓	✓
Pierre Gadonneix	EDF	X, Harvard			✓
Hubert Sagnières	Essilor International	Ecole Centrale de Lille, MBA à l'INSEAD		✓	
Didier Lombard	France Télécom	X, ENST, Docteur en Sc. Eco		✓	✓
Jean-François Cirelli	Gaz de France	ENA, IEP			✓
Jean-Paul Agon	L'Oréal	HEC		✓	
Bernard Arnault	LVMH Moët Hennessy	X	✓	✓	

CHAP. 1 – LA PHYSIONOMIE DES GRANDS PATRONS EN FRANCE

Dirigeant	Société	Diplômes	Fondateur ou héritier de l'entreprise qu'il dirige	Carrière dans l'entreprise qu'il dirige	Passage dans la haute fonction publique ou dans un cabinet ministériel
Bertrand Collomb	Lafarge	X, PhD in Business Administration		✓	
Arnaud Lagardère	Lagardère Groupe	DEA politique générale des organisations de l'Université Paris-Dauphine	✓	✓	
Michel Rollier	Michelin	IEP	✓	✓	
Patrick Ricard	Pernod Ricard	Autodidacte	✓	✓	
Philippe Varin	Peugeot S.A.	X-Mines			
François Henri Pinault	PPR	HEC	✓	✓	
Carlos Ghosn	Renault	X-Mines		✓	
Pierre-André de Chalendar	Saint-Gobain	ENA		✓	✓
Carlo Bozotti	Stmicroelectronics	Ingénieur en Electronique (Université de Pavie)		✓	
Chris Viehbacher	Sanofi Aventis	Diplôme de la Queens University (Ontario)			
Jean-Pascal Tricoire	Schneider	Ecole Supérieure d'Electronique de l'Ouest, MBA		✓	
Frédéric Oudéa	Société Générale	X, ENA			✓
Gérard Mestrallet	Suez Environnement	X, ENA, Ingénieur de l'Aviation Civile		✓	✓
Thierry Pilenko	Technip	Ecole Nationale Supérieure du Pétrole et des Moteurs			
Christophe de Margerie	Total	ESCP Europe		✓	
Guillaume Poitrinal	Unibail-Rodamco	HEC		✓	
Pierre Verluca	Vallourec	X, Ecole Nationale Supérieure des Industries Chimiques (ENSIC)		✓	
Antoine Frérot	Veolia Environnement	X, ENPC		✓	
Xavier Huillard	Vinci	X, ENPC		✓	
Jean-Bernard Lévy	Vivendi Universal	X, ENS			✓

Annexe 2 : Définition des différents sigles qui concernent les diplômes cités

Sigle	Définition
CFJ	Centre de Formation des Journalistes
CNAM	Conservatoire National des Arts et Métiers
ECAM	Ecole Catholique d'Arts et Métiers
ENA	Ecole Nationale d'Administration
ENPC	Ecole Nationale des Ponts et Chaussées
ENS	Ecole Normale Supérieure
ENSAE	École Nationale de la Statistique et de l'Administration Economique
ENSEEIH	Ecole Nationale Supérieure d'Electrotechnique, d'Electronique, d'Informatique, d'Hydraulique et des Télécommunications
ESEO	Ecole Supérieure d'Electronique de l'Ouest
ESSEC	Ecole Supérieure des Sciences Economiques et Commerciales
HEC	Hautes Etudes Commerciales
IEP	Institut d'Etudes Politiques
INSEAD	Institut Européen d'Administration des Affaires

Bibliographie

Bauer, M. et B. Mertin-Mouroto, 1997. Radiographie des grands patrons français. *Ed. L'Harmattan.*

Bernard, M., 2010. La marche vers le pouvoir : Les élites françaises, Tome 2. *Ed. L'Harmattan.*

Bernard, M., 2010. Ombres et lumière : Les élites françaises, Tome 3. *Ed. L'Harmattan.*

Bernard, M., 2010. La méritocratie française : Les élites françaises, Tome 1. *Ed. L'Harmattan.*

Dubois, P.L., 2008. Le nouveau visage des dirigeants du CAC 40. *Ed. Pearson.*

Flaubert, G. (Ecrit entre 1850 et 1880, publication posthume en 1913), Le dictionnaire des idées reçues.

Lemaitre, F., 2003. Grands patrons la fin d'un monde. *Ed. Audibert.*

Chapitre 2

**L'ENDOGAMIE DES GRANDS
PATRONS DANS LA SELECTION DES
DIRIGEANTS**

Chapitre 2 - L'endogamie des grands patrons dans la sélection des dirigeants

Résumé

La sélection des dirigeants est devenue l'une des préoccupations principales de l'entreprise. Les marchés sont de plus en plus exigeants quant à la rapidité de l'obtention des résultats et en conséquence le taux de rotation des dirigeants est de plus en plus élevé. Nous présentons une analyse des changements de dirigeants des grandes entreprises françaises cotées entre 1990 et 2008 et nous intéressons aux déterminants de l'endogamie dans la sélection des nouveaux dirigeants. Nous montrons que les motifs de changement d'un dirigeant ainsi que le mode de succession ont une forte incidence sur la probabilité de sélectionner un dirigeant qui a le même diplôme que son prédécesseur. Enfin, nous étudions l'impact de l'endogamie dans la sélection des dirigeants sur la performance post-succession de la firme.

L'endogamie des grands patrons dans la sélection des dirigeants

« Pour la tribu des patrons, le monde des affaires est devenu un monde sauvage. Il ne suffit plus d'arriver, encore faut-il durer. Les uns et les autres dénombrent, avec effroi, les premiers morts au champ d'honneur de la « création de valeur ». Et tandis que le capital prend sa revanche, la tribu vit sur un volcan. C'est peut-être là un de ses derniers charmes. »

Extrait de Le roman des grands patrons, Marie-Paule Virard.

1. Introduction

La sélection des dirigeants est depuis longtemps reconnue en France comme particulièrement endogame. Certains scandales tels que les parachutes dorés, les retraites chapeaux excessives, ou encore récemment la polémique concernant la double casquette accordée à Henri Proglio laissent penser que les privilèges du système de cooptation abondent au cours de leur carrière. Ainsi, les numéros un des grandes entreprises suscitent de plus en plus d'intérêt. Ils représentent l'élite du capitalisme français et jouent un rôle prépondérant dans la sphère économique. Le changement de dirigeant est l'un des événements les plus cruciaux dans la vie des entreprises et ce, tant sur le plan symbolique que sur le plan opérationnel (Kesner et Sebor, 1994). La sélection d'un nouveau dirigeant fait partie des décisions les plus importantes dans la stratégie de l'entreprise, le changement de patron peut avoir de lourdes conséquences sur le fonctionnement de l'équipe exécutive, ce qui peut être déterminant pour la croissance et la pérennité d'un groupe (Virany, Tushman et Romanelli, 1992).

Depuis les années 80, la France a assisté à d'importants changements économiques tels que l'intensification de la concurrence, la privatisation de nombreuses entreprises, l'ouverture des frontières et l'internationalisation des marchés. Face à ces modifications économiques, les exigences vis-à-vis des dirigeants ont évolué. Avec l'essor de la gouvernance d'entreprise et l'apparition des comités de sélection, la procédure pour choisir un nouveau dirigeant a beaucoup évolué durant ces dernières années, mais est-ce que cela conduit à des conclusions différentes ? Avec une menace d'éviction qui pèse de plus en plus sur les dirigeants non compétitifs, le marché des dirigeants constitue un réel mécanisme de gouvernance. Cela se traduit-il par un taux de rotation des dirigeants plus élevé ? La sélection des dirigeants est-elle objective dans un contexte de gouvernance français réputé être clanique ? Les dirigeants sélectionnés ressemblent-ils à leur prédécesseur ? Quel contexte favorise l'endogamie dans la sélection des dirigeants ? Ce phénomène affecte-t-il la performance des entreprises ?

La première partie de ce chapitre s'intéresse à l'analyse descriptive des changements de direction des grandes entreprises françaises entre 1990 et 2008. L'objectif de ce travail est de mettre en évidence l'évolution des principales raisons de changement de dirigeant (*turnover*) ainsi que des types de succession. La deuxième partie concerne l'étude des déterminants de l'endogamie patronale en France. L'endogamie dont nous parlons concerne la sélection d'un nouveau dirigeant qui fait partie du même groupe que le dirigeant précédent, groupes que nous définissons selon les diplômes dont ils sont titulaires. Nous proposons trois mesures d'endogamie : l'endogamie stricte, où le nouveau dirigeant a le même diplôme que son prédécesseur, l'endogamie large, où le dirigeant entrant a le même profil que le dirigeant sortant, et l'endogamie des élites où les dirigeants qui se succèdent sont tous deux diplômés d'une école élitiste. Nous testons les effets du type de succession, du motif du départ, ainsi que du diplôme sur la probabilité d'observer de l'endogamie dans la sélection du nouveau dirigeant.

Enfin, la troisième partie teste l'influence de l'endogamie sur la performance des entreprises.

Notre analyse porte sur les *turnovers* qui concernent les entreprises du SBF250 sur la période 1990-2008. Au travers de la partie descriptive sur les *turnovers*, nous constatons que la succession en interne constitue le cas le plus fréquent et que ce type de succession est surtout pratiqué dans un contexte de transition préparée. Le recrutement à l'externe est davantage une réponse à une volonté de changement. La succession familiale est de moins en moins fréquente, compte tenu du profil des nouveaux fondateurs qui sont à la tête d'entreprises dans des secteurs où la tradition familiale est très peu présente, voire inexistante (les secteurs de l'informatique essentiellement). Le changement de système de gouvernance concerne plus d'un cinquième des *turnovers* de notre échantillon. Il est une réponse au début des années 2000 aux craintes des investisseurs découlant des scandales financiers. Lorsque l'entreprise opte pour une structure dualiste, le dirigeant remplacé conserve un poste de présidence dans l'entreprise une fois sur trois. Le début de ce millénaire coïncide également avec une forte montée des départs provoqués, c'est-à-dire des démissions (contraintes ou pas) ainsi que des révocations.

L'analyse des déterminants de l'endogamie montre que l'endogamie large est essentiellement une résultante sectorielle, du fait des connaissances spécifiques nécessaires, notamment dans les secteurs technologiques et industriels. Les résultats montrent une forte implication des polytechniciens (X) dans l'endogamie stricte, contrairement à l'ENA et HEC dont la camaraderie ne semble pas avoir la même ampleur que dans cette école basée sur le modèle militaire-aristocratique. Concernant le contexte de *turnovers*, nous montrons que le recrutement à l'externe diminue la probabilité d'observer une endogamie stricte, il en est de même s'il s'agit d'un départ provoqué ou d'une modification du système de gouvernance, ce qui va dans le sens d'une volonté de changement. Enfin, seule

l'endogamie large semble avoir des répercussions en termes de performance. La succession par un dirigeant de même profil que son prédécesseur a un effet positif sur la performance de la firme.

Dans un premier temps, nous nous intéresserons à la sélection des dirigeants en tant que préoccupation permanente et grandissante dans la vie des entreprises, puis nous aborderons l'évaluation des dirigeants suivie d'une analyse comparative des avantages et inconvénients à faire appel à une ressource interne ou à un candidat externe. Après une présentation de l'échantillon, nous fournirons une analyse descriptive des turnovers étudiés, puis nous poserons l'ensemble des hypothèses testées. Après avoir précisé notre méthodologie, nous présenterons nos principaux résultats et nous conclurons.

2. La sélection des dirigeants : une préoccupation permanente

Le choix du dirigeant est devenu une préoccupation permanente dans la vie des entreprises. Afin de pouvoir faire un choix, il faut être en mesure d'évaluer toutes les possibilités envisageables. L'évaluation des compétences humaines est très complexe surtout lorsqu'elle relève de fonctions transversales. Malgré les systèmes de gouvernance mis en place pour pallier les éventuels écarts des dirigeants, la latitude managériale dont ces derniers bénéficient pour animer la stratégie de l'entreprise est souvent suffisante pour compromettre la richesse des actionnaires. Le marché des dirigeants est devenu un vecteur disciplinaire vis-à-vis des dirigeants en poste, la menace d'éviction en cas de mauvaise performance est maintenant réelle et les dirigeants doivent démontrer leur efficacité de plus en plus rapidement. La pression des marchés financiers est à l'origine de cette accélération. Patrice Naudy, vice-président du cabinet de consulting américain Booz Allen résume « *Le délai pour produire des résultats concrets a été divisé par quatre. Dans ces conditions, difficile pour les patrons de s'inscrire dans la durée*

quand une série de trois ou quatre mauvais trimestres peut se traduire par leur éviction »¹⁷. Ainsi le taux de rotation de plus en plus élevé des dirigeants en témoigne. Une étude publiée en 2006 par ce même cabinet d'étude révèle un taux de rotation des PDG de multinationales qui avait atteint un pic en 2005 (15,3 % contre 9 % en 1995). Plus du tiers (35 %) a été remercié en raison de performances jugées insuffisantes par les actionnaires ou de désaccords stratégiques avec le conseil d'administration. L'époque du dirigeant installé aux commandes d'une entreprise jusqu'à la retraite semble être révolue. Ainsi la question du remplacement du patron de l'entreprise n'est plus un évènement exceptionnel. Face à cette évolution, de plus en plus d'entreprises adoptent la mise en place d'un « comité de sélection (dit aussi « comité de nomination »).

Les comités de sélection visent à assurer dans les meilleures conditions la succession des dirigeants (ainsi que la nomination des administrateurs). Composés majoritairement d'administrateurs indépendants, le comité de sélection se distingue du comité de rémunération par sa composition, dans la mesure où il associe le président du conseil à ses travaux. Toutefois, il doit veiller à ce que le président n'exerce pas une influence déterminante dans les choix opérés par le comité. En liaison avec le président du conseil, il revient au comité de sélection la préparation de la succession du dirigeant. Cette succession peut survenir suite à plusieurs types de situations. Il peut s'agir d'un cas d'urgence suite à une incapacité brutale du dirigeant à exercer ses fonctions, il peut aussi être question de remplacer un dirigeant dont les performances ont été jugées insuffisantes ou encore d'organiser la transition dans le cas d'un départ prévu. L'IFA (Institut Français des Administrateurs) dans son vade-mecum de l'administrateur (2005) fournit plusieurs pratiques susceptibles d'accroître la réussite de la succession :

¹⁷ Propos recueillis dans Le Monde du 03 Juin 2010.

- *prévoir le processus le plus tôt possible,*
- *associer le dirigeant à l'élaboration des critères de choix de son successeur et à l'évaluation des candidats internes et externes,*
- *définir et formaliser le rôle et les responsabilités de l'ancien dirigeant pendant la transition, surtout s'il reste en tant que président dissocié du conseil,*
- *à l'issue du processus, assurer une transparence vis-à-vis de tous les candidats à la succession sur les motivations de choix pour éviter le départ de cadres dirigeants de talent,*
- *définir une stratégie de communication interne à l'égard des actionnaires,*
- *reconnaître les aspects politiques et affectifs du processus pour mieux les gérer.*

3. L'évaluation des compétences d'un candidat

La recherche d'un nouveau dirigeant est assez complexe et s'accompagne souvent d'objectifs stratégiques qui ne peuvent être simplement rédigés sur une offre d'emploi. En effet, le processus de recherche ne passe pas par des canaux clairs et récurrents, il ne se limite pas aux candidatures extérieures mais s'oriente parfois vers des candidats potentiels déjà en poste. De l'autre côté, il est aussi compliqué pour les candidats de s'afficher intéressés par un poste dans la mesure où leur démarche a de grandes chances de devenir publique et peut causer préjudice à leur carrière si cette dernière s'avère infructueuse. C'est pourquoi il est plus confortable pour une entreprise de prévoir et d'organiser un changement de poste le plus tôt possible. Le cas de la succession prévue et organisée constitue la majorité des cas. De façon générale, le dirigeant sortant prépare son bras droit (qui est souvent un membre de la famille lorsqu'il s'agit d'entreprises qui ont une origine familiale) à reprendre le flambeau, et dans beaucoup de ces cas la

succession s'accompagne par un changement de statut de la firme qui permet au dirigeant sortant de conserver un poste de présidence au sein du conseil.

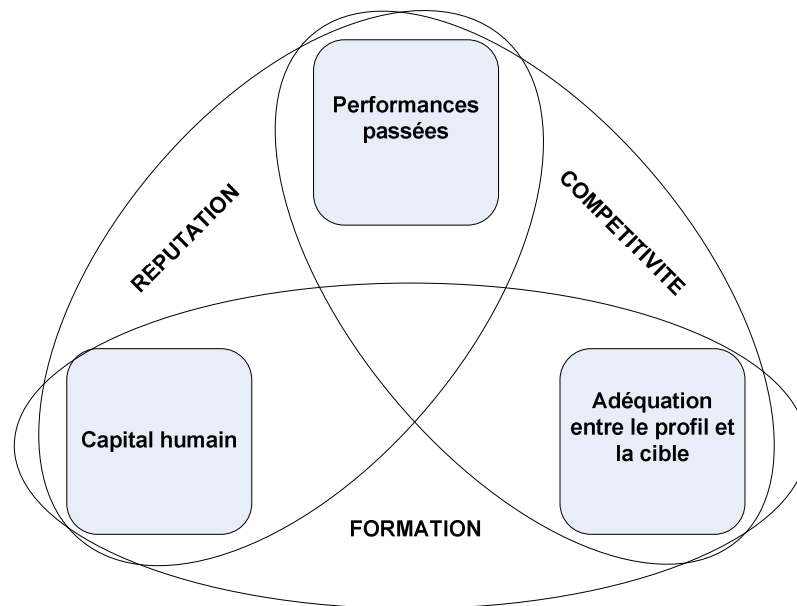
Comme nous venons de le souligner, signaler un futur poste vacant de dirigeant peut s'avérer complexe et sélectionner le successeur en question est encore plus laborieux. L'évaluation des compétences des dirigeants constitue un sujet très riche en ressources humaines. Allemand (2005) reprend les principaux axes selon lesquels les dirigeants sont évalués.

En premier lieu, il s'agit de **l'évaluation du capital humain** des dirigeants, il peut être opérationnalisé à l'aide des caractéristiques du dirigeant tels que son âge, son ancienneté, ses diplômes, etc. Becker (1964) distingue les savoir-faire liés à l'entreprise, les savoir-faire liés à l'industrie ainsi que les savoir-faire génériques. Les savoir-faire liés à une entreprise sont non transférables à une autre, ils relèvent des connaissances spécifiques à l'entreprise, son environnement ainsi que les rapports entretenus avec les différentes parties prenantes. Les savoir-faire liés à l'industrie sont transférables à une autre entreprise du même secteur industriel, ils concernent la maîtrise technique et technologique, la connaissance du marché, etc. Enfin, les savoir-faire génériques sont transférables à toutes les entreprises et concernent les capacités managériales ainsi que des compétences telles que le sens de l'analyse et la maîtrise des coûts.

Le deuxième axe exploité pour l'évaluation d'un dirigeant concerne ses **performances passées**. Le niveau de performance précédant la succession est un facteur déterminant dans l'évaluation et le choix du successeur (Helmich et Brown, 1972). Ce critère est considéré comme le plus rationnel. Contrairement au précédent, il ne fait pas référence à des critères contestables comme par exemple l'applicabilité des connaissances spécifiques à un diplôme qui, en plus, a largement besoin d'être complétée par d'autres facteurs pour pouvoir servir d'outil d'évaluation. Dans un marché efficient, la performance boursière d'une entreprise reflète une évaluation permanente des compétences de son dirigeant.

Cependant, l'utilisation seule de l'évaluation par le marché est assez controversée et d'autres mesures de performance sont prises en compte telles que des indicateurs comptables, des indices de satisfaction, le degré d'investissement dans le développement durable ou encore dans l'éthique véhiculée par l'entreprise.

Enfin, le troisième axe concerne l'analyse de **l'adéquation du dirigeant avec la cible**. Une succession est bien conduite lorsque le profil du dirigeant coïncide avec les besoins de l'organisation. Des études montrent qu'il existe une relation entre les caractéristiques des dirigeants et le type d'entreprise qu'ils dirigent (Hall, 1976 ; Pfeffer et Salancik, 1974). En effet, face à des besoins qui diffèrent d'une entreprise à l'autre, l'efficacité d'un individu varie en fonction du contexte dans lequel il évolue (Gupta, 1984). Les besoins de l'entreprise sont fonction du cycle stratégique de la firme ainsi que des objectifs à atteindre (diversification, recentrage, internationalisation, fusion, ...). L'entreprise devra définir le profil adapté à la situation et cibler le candidat ayant les compétences les plus ajustées à sa stratégie (Ocasio et Kim, 1999 ; Guthrie et Datta, 1997). L'adéquation entre le profil du dirigeant et la cible reste un domaine à exploiter et à nuancer. En effet, selon les conclusions de Datta et Rajagopalan (1998), les successions réalisées dans le respect de l'adéquation entre les caractéristiques du dirigeant et la structure du secteur ne sont pas significativement mieux réussies que les autres.

Figure 2 : Les trois axes d'analyse de l'évaluation du dirigeant

4. Interne VS externe

La question d'un recrutement en interne ou à l'externe est une question souvent soulevée et nous la développerons dans cette partie afin de confronter l'ensemble des paramètres qui entrent en jeu lorsque la question de la provenance du dirigeant se pose. Le choix d'un externe VS interne est influencé par la volonté de la firme d'atteindre un certain niveau de performance. En effet, une entreprise qui désire augmenter sa performance s'oriente davantage vers un candidat externe à l'entreprise (Schwartz et Menon, 1985). De plus, ce choix a une influence sur le message envoyé au marché. Recruter un candidat externe signale aux différentes parties prenantes une réelle volonté de changement (Friedman et Singh, 1989). Cependant les firmes importantes se fient davantage à des talents internes (Dalton et Kesner, 1983). Le parcours classique reste la promotion en interne, à condition d'être adoubé par son prédécesseur, qui souvent reste à la tête du conseil d'administration ou du conseil de surveillance. Aujourd'hui, les

études empiriques ne démontrent pas de consensus quant à l'effet de l'origine du dirigeant sur la performance post-succession (Kesner et Sebor, 1994).

Les réseaux sociaux jouent un rôle majeur dans le recrutement, aussi bien concernant les postes techniques que les postes de haut management. En effet, les firmes et les individus sur le marché du travail reçoivent et transmettent fréquemment leurs informations à travers des réseaux relationnels (Marsden et Campbell, 1990). Selon Westphal et Zajac (1995), les dirigeants des entreprises ont, lorsque le pouvoir qu'ils détiennent le permet, une nette tendance à choisir des administrateurs avec lesquels ils partagent des ressemblances démographiques. Une similarité importante entre le dirigeant et les membres du conseil d'administration augmente la rémunération du dirigeant. Les dirigeants ayant un fort pouvoir décisionnel vont aménager leur environnement en choisissant leurs partenaires de façon à faciliter leurs futures négociations. Le Tableau 7 reprend l'ensemble des avantages et inconvénients au sujet du choix entre un dirigeant recruté en interne ou à l'externe.

Tableau 7 : Recrutement interne VS recrutement externe : analyse comparative

Interne VS Externe	Type de succession	Avantages		Inconvénients
INTERNE	Promotion interne	Connaissance spécifique de la firme (Gupta, 1984) Coûts de socialisation minimales (Zajac, 1990) Réduction de l'asymétrie d'information Succession préparée et accompagnée Participation au développement de l'entreprise		Limite l'apport d'un regard nouveau (Helmich, 1977) Perspectives limitées pour un successeur issu d'un même groupe (Hambrick et Mason, 1984) Forte influence du dirigeant sortant Choix influencé par la disponibilité des informations concernant le candidat (biais de disponibilité)
	Succession familiale			Qualités managériales parfois contestables Pas de mise en concurrence
EXTERNE	Cabinet de recrutement	Apport d'un regard nouveau (Miller, 1991) Favorable au changement stratégique (Wiersema et Bandel, 1992)	Identifie les candidats potentiels et offre un choix plus large (Khurana, 2004) Permet de mettre en relation des individus qui ne se connaissent pas (Khurana et Lorsch, 1999) Réduit l'incertitude en vérifiant les informations concernant les différents acteurs (Finlay et Coverdill, 2002)	Capacité à trouver de vrais talents non prouvée (Khurana et Lorsch, 1999)
	Réseaux relationnels		Réduction de l'asymétrie d'information	Pas de mise en concurrence explicite (Granovetter, 1974, Fernandez et Weinberg, 1997) Etablissement ou renforcement clanique des organes de direction

5. Description de l'échantillon

Notre échantillon porte sur les changements de dirigeants qui concernent les entreprises du SBF250 sur la période 1990-2008. La base de données constituée revêt deux dimensions. Une première qui concerne les dirigeants, à savoir leur parcours d'études, leur âge, le profil (fondateur, héritier de la famille fondatrice, promotion en interne ou recruté à l'extérieur), l'ancienneté du dirigeant sortant. La deuxième dimension s'intéresse au contexte dans lequel le changement de dirigeant a lieu, c'est-à-dire le type de départ (forcé, naturel, ...) ainsi que le type de succession (succession par un dauphin, succession familiale ou recrutement à l'externe).

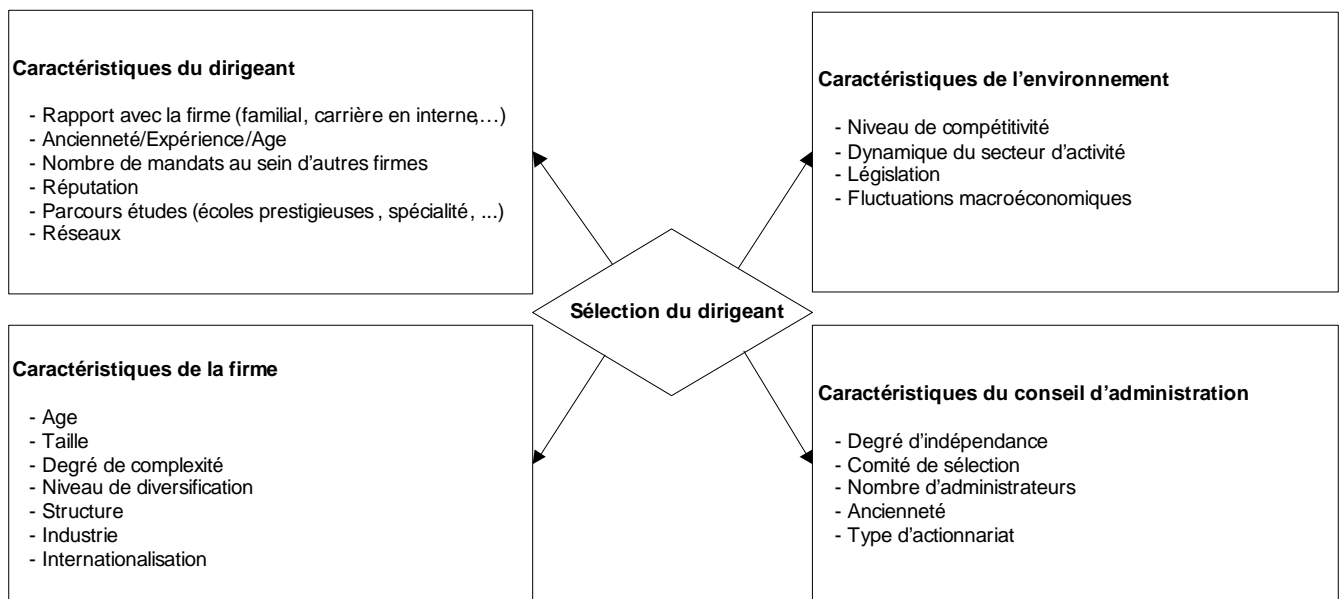
Notre échantillon final comporte 176 changements de dirigeant¹⁸, soient 281 dirigeants pour 114 entreprises, ce qui représente une moyenne de 1,5 turnover par entreprise. La plupart des données concernant les dirigeants provient du Who's Who et a été complétée par des recherches sur internet lorsque la biographie du dirigeant n'était pas disponible. Nous avons éclairé le contexte du changement de dirigeant à l'aide de Factiva en étudiant les annonces qui ont été publiées à ce sujet. Enfin les données financières ont été extraites de la base de données Thomson One Banker. La base de données utilisée pour l'étude de l'effet de l'endogamie sur la performance de la firme contient 105 turnovers, l'indisponibilité des données financières, notamment du fait de prendre en considération la performance trois années avant et après le turnover a conduit à une perte d'information.

¹⁸ La base de données initiale comportait 207 turnovers mais nous avons restreint notre sélection aux turnovers pour lesquels nous disposions de toutes les données nécessaires pour nos analyses.

6. Analyses descriptives et développement des hypothèses

Cette partie présente les principaux résultats issus de l'analyse descriptive des turnovers. Nous dégagons nos hypothèses à partir des principaux résultats, ainsi que des différents éléments de littérature vus précédemment. La Figure 3 présente les différents facteurs qui sont déterminants dans la sélection du dirigeant. Nous distinguons les caractéristiques relatives au dirigeant, celles qui concernent la firme, les caractéristiques environnementales et enfin celles du conseil d'administration.

Figure 3 : Les facteurs déterminants dans la sélection du dirigeant



6.1. Le type de succession

Nous avons classé les *turnovers* selon trois types de succession :

- le recrutement externe concerne le choix d'un dirigeant à l'extérieur de l'entreprise,

- la succession par un dauphin lorsque le successeur était déjà pressenti et a été préparé à reprendre le flambeau,
- la succession familiale lorsqu'un membre de la famille reprend la direction de l'entreprise.

6.1.1. La succession par un dauphin : une transition calculée

Le Tableau 9 montre que la succession en interne constitue plus de 50 % des cas observés. La promotion en interne reste le parcours classique pour accéder au poste de dirigeant. Les compétences clés recherchées sont essentiellement une excellente vision des rouages internes mais ceci à condition d'être adoubé par son prédécesseur, qui dans la majorité des cas continue de siéger à un poste influant de l'entreprise, notamment celui de président du conseil d'administration ou de président du conseil de surveillance (Tableau 14). En 2005, 81 % des successions ont été opérées par recrutement interne. Ceci est la conséquence d'un nombre important de départs en retraite ainsi que de changements dus à une modification du système de gouvernance assez conséquents, ils représentent pour chacun un tiers des cas recensés en 2005 (Tableau 14).

Le dirigeant sortant a tendance à exercer une influence significative sur la sélection de son remplaçant (Demb et Neubauer, 1992 ; Lorsch et MacIver, 1989). La probabilité de sélectionner un dirigeant à l'externe est fortement diminuée lorsque le dirigeant sortant a beaucoup de pouvoir (Boeker and Goodstein, 1993 ; Cannella and Lubatkin, 1993). Il s'oriente vers quelqu'un qui lui ressemble et avec lequel il partage des points communs. En promouvant un individu qui lui ressemble, le dirigeant sortant augmente l'estime qu'il a vis-à-vis de lui-même, maintient l'homogénéité de leur groupe et augmente la légitimité de son profil (Zajac et Westphal, 1996). De façon naturelle, il pense qu'un successeur ayant un parcours similaire au sien est plus à même de reprendre le flambeau. D'autre part, son choix est influencé par son désir d'alliance préférentielle grâce à laquelle il

tirera des avantages ultérieurs. Nous avons donc formulé les deux hypothèses suivantes :

Hypothèse 1 : *Le recrutement en interne augmente la probabilité d'observer de l'endogamie dans la sélection du nouveau dirigeant.*

Hypothèse 2 : *Un départ naturel augmente la probabilité d'observer de l'endogamie dans la sélection du nouveau dirigeant.*

6.1.2. Le recrutement à l'externe : la volonté d'une rupture

Le recrutement à l'externe concerne près d'un tiers des changements de direction relevés dans notre étude. Le Tableau 9 montre une forte tendance à recourir au recrutement externe entre 2002 et 2004. Nous expliquons ceci par une grosse vague de départs provoqués entre 2001 et 2004 (Tableau 12). Il s'agit d'une réponse à une période de tumultes au niveau des directions (Graphique 2) où la responsabilité des dirigeants est mise en exergue, les entreprises ont recours à des personnalités externes à l'entreprise avec, pour mission, le redressement de la firme. Nous pouvons citer les quelques exemples de Guy de Panafieu démissionnaire pour cause d'échec et Pierre Bonelli appelé pour redresser Bull, le cas très médiatisé de Jean-Marie Messier débarqué et remplacé par Jean-René Fourtou pour la mission de sauvetage de Vivendi, Jacques Blondeau remplacé à la tête de Scor Regroupement par Denis Kessler suite à de piètres résultats, également Richard Shirrefs qui reconnaît sa défaite concernant la conduite d'Eurotunnel et qui est remplacé par Jean-Louis Raymond, encore un externe.

Le recrutement à l'externe est la réponse à un désir de changement de stratégie souvent dans le but de redresser la situation désastreuse de l'entreprise dont la responsabilité a été endossée par le dirigeant remplacé. La volonté de rupture se manifeste par le choix d'un dirigeant ayant un profil différent et capable

d'apporter un regard nouveau sur l'entreprise. Ceci nous a amenée à poser les deux nouvelles hypothèses suivantes :

Hypothèse 3 : *Le recrutement à l'externe diminue la probabilité d'observer de l'endogamie dans la sélection du nouveau dirigeant.*

Hypothèse 4 : *Un départ forcé diminue la probabilité d'observer de l'endogamie dans la sélection du nouveau dirigeant.*

6.1.3. La succession familiale : une tradition qui s'essouffle

Les successions familiales représentent 11,4 % de nos turnovers (Tableau 9). Les années 90 sont marquées par le départ en retraite de dirigeants fondateurs des années 50/60. C'est le cas, par exemple, de Bruno Bich qui succède à son père Marcel Bich fondateur du groupe BIC, celui de Jean-Pierre Guichard qui se voit confier les rênes de l'entreprise Manutan créée par son père André Guichard ou encore de Pierre Gattaz qui relaie son père Yvon Gattaz à la tête de l'entreprise Radiall que ce dernier avait fondée avec son frère en 1952. La succession familiale était le mode de succession le plus fréquent jusqu'en 2003 et s'est complètement éteinte depuis. Ce type de succession suppose d'une part que le dirigeant sortant soit fondateur, propriétaire ou lui-même héritier du capital (respectivement 13,1 % et 10,2 % de notre échantillon (Tableau 10) et d'autre part, qu'il ait une descendance ou un membre de la famille capable de reprendre le flambeau. Nous avons comptabilisé 37 dirigeants fondateurs présents au SBF250. En regardant la répartition de ces dirigeants en fonction de l'année de création de leur entreprise (Tableau 10), nous constatons que les dirigeants susceptibles de prendre leur retraite dans les prochaines années existent mais il s'agit de profils de dirigeant ou de type d'entreprise n'ayant pas vocation à être transmis via des

générations¹⁹. En effet, les statistiques du Tableau 20 montrent que la succession familiale concerne surtout les groupes industriels, notamment le secteur de l'agroalimentaire.

Dans le cas présent, l'endogamie existe déjà sous sa forme la plus forte puisqu'elle est familiale. L'endogamie liée au parcours d'études du dirigeant semble équivoque dans la mesure où le successeur est avant tout choisi pour son lien familial avec le fondateur. Dans le cas où le descendant a un parcours qui ressemble à celui de son ascendant, nous nous attendons à ce que *l'endogamie soit significativement plus importante dans le cadre d'une succession familiale*. Dans le cas où le fondateur, souvent autodidacte ou n'ayant pas fréquenté les écoles d'élite, a exhorté son successeur à accéder à un diplôme prestigieux, nous nous attendons à ce que *l'endogamie soit significativement plus faible dans le cadre d'une succession familiale*. Ce qui nous a conduit à dégager les hypothèses suivantes :

Hypothèse 5: *La succession familiale influence la probabilité d'observer de l'endogamie dans la sélection du nouveau dirigeant.*

Hypothèse 5': *La succession familiale augmente la probabilité d'observer de l'endogamie dans la sélection du nouveau dirigeant.*

Hypothèse 5'': *La succession familiale diminue la probabilité d'observer de l'endogamie dans la sélection du nouveau dirigeant.*

¹⁹ Les dirigeants fondateurs présents au SBF 250 en 2008 sont fortement présents dans les secteurs de service, de communication et de l'informatique (16,2 % d'entre eux opèrent dans le secteur de l'électronique et des télécommunications tandis que 18,9 % concernent le secteur de l'informatique, et 13,5 % se situent dans la communication et la publicité).

6.1.4. L'âge des dirigeants au moment du turnover : une question de contexte

Nous avons comparé la moyenne de l'âge du dirigeant remplacé en fonction du type de succession. Le Tableau 15 montre que les dirigeants remplacés dans le cadre d'une succession familiale sont plus âgés que les autres (64,9 ans), le recrutement à l'externe présente les dirigeants remplacés les plus jeunes (56 ans), enfin le recrutement interne présente une position intermédiaire avec un âge moyen du dirigeant sortant de 58,6 ans. En parallèle, nous notons l'âge particulièrement jeune des dirigeants succédant à un membre de leur famille (Tableau 19). Le Tableau 17 montre la même tendance concernant l'ancienneté du dirigeant remplacé qui en moyenne est resté 7,2 ans à la tête de la firme avant d'être remplacé par succession externe, 10,2 ans lorsqu'il l'est via une succession interne et le double dans le cadre de la succession familiale. Le Graphique 2 affiche la répartition des dirigeants sortants en fonction de l'ancienneté au poste de dirigeant. Près de 70 % étaient dirigeants depuis moins de 10 ans. Nous avons réparti les différents motifs de turnovers répertoriés en fonction de l'ancienneté du dirigeant sortant (Tableau 17). Ainsi nous voyons que les démissions sont dans 61 % des cas réalisées assez rapidement après la prise de fonction. Il en est de même pour les dirigeants ayant déclaré vouloir poursuivre une autre orientation, dans 80 % des cas cette décision est prise durant les 5 ans suivant la prise de poste. 100 % des dirigeants remerciés l'ont été avant d'avoir atteint 10 ans d'ancienneté.

Le Tableau 18 compare la moyenne d'âge du dirigeant sortant en fonction du motif du turnover. Conformément à ce que nous pourrions attendre, nous observons que les départs à la retraite et les successions prévues concernent les dirigeants les plus âgés (respectivement 63 et 65 ans en moyenne). De même, à l'opposé, les dirigeants ayant décidé de suivre une nouvelle orientation sont les

plus jeunes avec une moyenne de 50 ans. Les révocations concernent des dirigeants également plus jeunes (52 ans en moyenne), et les changements de système de gouvernance visent des dirigeants légèrement plus jeunes que ceux qui partent en retraite (61 ans) et qui vont pour un tiers d'entre eux continuer à siéger à un poste de présidence dans l'entreprise avant de partir en retraite (Tableau 14).

6.2. Le motif du changement de dirigeant

6.2.1. La modification du système de gouvernance : pour plus de transparence

Le Tableau 13 montre la répartition des diverses raisons de changement de dirigeants qui ont été recensées par la presse concernant les turnovers de notre échantillon. Dans 22 % des cas, il s'agit d'un changement de dirigeants provoqué par un changement de statut de l'entreprise. Dans la plupart des cas, le dirigeant remplacé s'oriente vers un poste de président du conseil d'administration ou de surveillance. Ils sont restés au sein de l'entreprise dans 31,3 % des cas (Tableau 14). Ce type de changement de direction se manifeste surtout à partir de 2002 avec une forte concentration en 2005. En effet, les nombreux scandales financiers qui ont eu lieu au début des années 2000 avec notamment Enron (2001), Anderson (2002) ou encore WorldCom (2003) ont entraîné la mise en place de la loi Sarbanes-Oxley (SOX) en 2002 qui impose aux dirigeants de certifier personnellement les comptes de l'entreprise, soit de les responsabiliser pénalement. Dans la foulée, l'ancien président de la SEC Richard Breeden publie un rapport de 149 pages qui présente 79 recommandations visant à réformer la gouvernance des entreprises. Parmi celles-ci, il suggère de séparer les fonctions de direction et de surveillance afin de garantir un meilleur fonctionnement de chacun des organes. La réponse française, notamment suite à l'affaire Vivendi, est le rapport Bouton (2002) rédigé par l'ex-patron de la Société Générale. Cependant,

la France n'avait pas attendu les Etats-Unis pour distinguer les postes de direction et de présidence puisque le rapport Marini établi en 1996 y fait référence (le Tableau 12 montre un réel démarrage qui correspond à cette période) mais il est clair que la médiatisation de gros scandales financiers qui a provoqué la crainte des actionnaires a fortement incité les entreprises à aller dans le sens d'une gouvernance efficace afin de rassurer les investisseurs.

Le changement de système de gouvernance de l'entreprise est une réponse aux craintes émanant des actionnaires à la suite des déviances des dirigeants qui ont mis en péril la santé financière de leur entreprise. Dans ce sens, la sélection du nouveau dirigeant doit se faire sur une base objective et nous ne devrions logiquement pas trouver d'endogamie entre le dirigeant sortant et le dirigeant entrant. Ces considérations nous amène à formuler l'hypothèse suivante :

Hypothèse 6 : La modification du système de gouvernance diminue la probabilité d'observer de l'endogamie dans la sélection du nouveau dirigeant.

6.2.2. Les raisons du départ : parfois mitigées

Les démissions explicites concernent 17,5 % des changements de dirigeants observés (Tableau 13). Les dirigeants ayant décidé de quitter l'entreprise pour poursuivre une autre orientation représentent 11,3 % des cas relevés. Une partie de ce chiffre pourrait être associée à une démission mais cela n'a pas été présenté de la sorte par la presse. Il peut s'agir de la poursuite de réelles opportunités à l'intérieur du groupe, de la décision de partir vers une autre entreprise ou encore de masquer une démission liée à une autre raison. Dans le même ordre d'idées, nous recensons 10,7 % de cas où le dirigeant sortant a décidé de se « retirer ». Le départ du dirigeant est alors moins perçu comme un conflit ou une volonté de s'extirper de l'entreprise. D'ailleurs, dans certains cas, le dirigeant reste en relation avec l'entreprise en tant que conseiller. Les départs en retraite représentent un

quart des *turnovers*. Souvent, lorsqu'il s'agit d'un dirigeant ayant des implications personnelles dans l'entreprise, ce dernier prend la place de président d'honneur. Nous avons mis en évidence une catégorie qui concerne le non renouvellement du mandat. Le dirigeant arrive à la fin de son mandat et il n'est pas proposé de renouvellement, que ce soit de la volonté du dirigeant ou bien de celle du conseil d'administration. Seulement 5 cas sont concernés par ce type de situation. Nous avons relevé 13 cas où il était clairement précisé que le dirigeant a été remercié. Enfin, les décès (2 cas) et les cas de corruption (3 cas) sont des cas marginaux nous jugeons préférable de ne pas les assimiler aux autres catégories.

6.3. Polytechnique, un vecteur d'endogamie

Les polytechniciens sont la catégorie de diplômés pour laquelle nous enregistrons le plus d'endogamie, en effet 15 cas d'endogamie stricte sur les 37 cas recensés concernent les X. L'endogamie des énarques et des diplômés d'HEC existe mais reste insignifiante compte tenu de sa représentativité (4 cas recensés pour chaque école). La promotion entre polytechniciens est sans conteste le cas d'endogamie le plus significatif. En effet, le prestige de l'école ainsi que les réseaux développés au sein de cette institution ont une portée très importante sur la sélection des dirigeants en France²⁰. En conséquence, nous considérerons l'hypothèse suivante :

Hypothèse 7 : *L'endogamie dans la sélection des dirigeants est significativement supérieure lorsque les dirigeants concernés sont polytechniciens.*

6.4. La spécificité sectorielle

6.4.1. Le type de succession : une question de secteur d'activité

Nous nous sommes intéressée à la répartition des types de succession en fonction du secteur d'activité (Tableau 20). Certains secteurs semblent en effet davantage

²⁰ Voir le point 2 du chapitre 1 pour plus de développement concernant l'Ecole Polytechnique.

concernés par certains modes de succession notamment les secteurs de la finance, celui des médias ainsi que ceux du pétrole et des gaz naturels pour lesquels les changements de direction sont respectivement de 84,6 %, 81,8 % et 100 % des cas des successions internes (58 % pour l'ensemble des données). Nous expliquons ceci notamment par la forte présence des énarques dans le secteur de la finance et des polytechniciens dans celui des médias, du pétrole et des gaz naturels où les dirigeants cultivent la transmission de pouvoir à un dauphin. Contrairement à ce qui est coutume en cas de départ provoqué, les entreprises de médias ainsi que celles du pétrole et des gaz naturels ont recours au recrutement interne. En effet, le Tableau 21 montre une forte proportion de départs provoqués pour ces secteurs. Le secteur agroalimentaire est caractérisé par une forte tradition de la succession familiale (40 % contre 11 % pour l'échantillon). Enfin nous notons la particularité du secteur de la technologie et de l'information qui est significativement concerné par le recrutement à l'externe. Nous expliquons ceci par la forte présence de départs provoqués dans ce secteur : 41, 2%, soit 7 cas sur 17 (Tableau 21).

6.4.2. L'endogamie : une spécificité sectorielle

Nous définissons trois types d'endogamie (Annexe 3 pour le détail) : l'endogamie large (Endo_large) où le dirigeant entrant a le même profil que le dirigeant sortant et qui concerne 42 % de nos turnovers (Tableau 25), l'endogamie stricte (Endo_strite) où le dirigeant entrant a le même diplôme que le dirigeant sortant, 24 % des turnovers (Tableau 26) et l'endogamie des élites (Endo_élite) où les deux dirigeants qui se succèdent ont un diplôme d'élite, ce qui est le cas de 27,3 % des turnovers (Tableau 27).

Le Tableau 22 présente la fréquence de l'endogamie large en fonction du type de similarité. Dans 24 % des cas, le dirigeant sortant et son successeur ont un profil scientifique. Ces cas de figure concernent les secteurs qui requièrent des

connaissances spécifiques et qui recrutent essentiellement des profils d'ingénieurs (Tableau 25). Ces secteurs sont par exemple les secteurs de la construction métallurgie où 100 % des dirigeants recensés sont des ingénieurs (8), celui de l'équipement avec 14 dirigeants ingénieurs ou encore le secteur des véhicules et équipement qui compte 17 ingénieurs sur 26, dont 11 polytechniciens. Le deuxième type de similarité retenue concerne le profil Commerce/Gestion/Administration et représente 16 % de nos turnovers. Nous notons la forte présence de ces profils dans le secteur de la finance et celui des loisirs (Tableau 24) avec une grosse proportion d'énarques en finance (un tiers des dirigeants du secteur) et de diplômés d'école de commerce pour le secteur des loisirs. Ces remarques donnent une idée plus précise de l'endogamie stricte qui concerne les X dans 15 cas, les ingénieurs dans 9 cas, l'université dans 5 cas, l'ENA dans 4 cas (Tableau 23). Le Tableau 26 confirme la forte endogamie stricte dans les secteurs cités précédemment. Nous avons formulé l'hypothèse suivante :

Hypothèse 8 : L'endogamie dans la sélection des dirigeants est concentrée selon le type de secteur d'activité.

6.5. Endogamie et performance

Les caractéristiques démographiques des dirigeants (expérience, âge, diplôme(s), etc.) ont un impact sur leur style managérial et leurs attitudes faces à des questions stratégiques (Bertrand and Schoar, 2003). De plus, les individus qui sont démographiquement similaires ont développé des attitudes comparables et partagent un langage identique du fait de leurs expériences communes et de leur aptitude à faire les mêmes choix (Allen et Cohen, 1969 ; Rhodes, 1983).

Il n'existe pas un parcours dédié pour devenir dirigeant d'entreprise. Si nous regardons le parcours des patrons du CAC 40, nous constatons plusieurs profils possibles, des autodidactes aux polytechniciens ou énarques, en passant par les

docteurs ou les diplômés d'universités américaines, il n'y a donc pas de raison de constater une continuité de dirigeants issus des mêmes écoles à la direction d'une entreprise si leur recrutement a été fait sur la base d'une sélection prenant en compte l'ensemble des candidats possibles. Etant donné l'implication du dirigeant remplacé dans la sélection du son successeur, nous posons l'hypothèse que si le nouveau dirigeant présente les mêmes caractéristiques que lui et plus précisément en termes de diplôme, alors les chances que le recrutement ait été biaisé par les motivations personnelles du dirigeant sortant sont plus importantes. En effet, la similarité entre deux personnes leur fournit un renfort mutuel et une validation consensuelle, ce qui accroît les interactions personnelles mais produit des biais dans les décisions (Byrne et al., 1966). Les motivations du dirigeant sortant servent souvent dans ce cas à servir la cause de son réseau social. Morgan (1989) définit les réseaux sociaux comme des « organisations non officielles » à l'intérieur desquelles les individus entrent en interaction afin de satisfaire des besoins d'ordre social. L'entreprise devient alors un lieu de prédilection pour le développement des réseaux (Carminatti-Marchand et Paquerot, 2003). Les réseaux sociaux usent des capacités financières des entreprises pour investir dans des actifs qui leurs permettront d'accroître leur influence (Morin, 1997). Ils participent à la paralysie du système de contrôle via les nominations croisées ainsi qu'à l'enracinement des dirigeants à travers la protection des dirigeants en place. Selon les résultats de Paquerot (2000), la performance des entreprises est significativement inférieure lorsque la direction est confiée à un polytechnicien ou un énarque, ce qui alimente l'idée que l'entreprise risque de voir sa performance diminuer si le recrutement du nouveau dirigeant a été influencé par le copinage au détriment de l'intérêt général.

D'un autre côté, la communication facilitée par les caractéristiques communes entre le dirigeant entrant et le dirigeant sortant peut améliorer la transition et

mieux préparer le nouveau dirigeant dans la gestion des différentes tâches. De plus, les recrutements réalisés sous l'influence de réseaux sociaux font intervenir des dirigeants qui ont de nombreuses connexions politiques, plus spécialement les « corpsards » et les hauts fonctionnaires, qui ont ainsi plus de facilités dans leurs négociations avec les différentes parties prenantes. En prenant en considération ces différents éléments, nous pouvons nous attendre à une influence positive de l'endogamie des dirigeants sur la performance de l'entreprise. Ce qui nous conduit à formuler les hypothèses suivantes :

Hypothèse 9 : L'endogamie dans la sélection des dirigeants influence la performance de l'entreprise.

Hypothèse 9' : L'endogamie dans la sélection des dirigeants détériore la performance de l'entreprise.

Hypothèse 9'' : L'endogamie dans la sélection des dirigeants améliore la performance de l'entreprise.

7. Modèles

7.1. Les déterminants de l'endogamie

Afin de tester l'ensemble de nos hypothèses, nous avons établi quatre modèles probit par type d'endogamie²¹. Pour des raisons de corrélation importante entre le type de succession et la raison du départ, nous avons traité l'impact de ses variables distinctement. Ainsi, nous testons si le mode de succession et le motif du départ ont une influence comparable sur l'endogamie. Nous mesurons l'influence

²¹ L'ensemble des modèles testés est synthétisé dans l'Annexe 4, la définition des variables est développée dans l'Annexe 5.

du diplôme du dirigeant sortant lorsque celui est diplômé de l'Ecole Polytechnique, l'ENA ou HEC sur la probabilité d'observer une endogamie stricte²².

- $Endo_stricte = f(X, ENA, HEC, Type\ succession)$
 $Endo_stricte = f(X, ENA, HEC, Motif\ départ)$
- $Endo_large = f(Type\ succession)$
 $Endo_large = f(Motif\ départ)$
- $Endo_élite = f(Type\ succession)$
 $Endo_élite = f(Motif\ départ)$

7.2. L'effet de l'endogamie sur la performance

La performance comptable reflète la performance opérationnelle de l'entreprise tandis que la performance boursière traduit davantage la perception des investisseurs quant aux futurs profits potentiels (Daily et al., 2000). Shen et Cannella (2002) avancent plusieurs raisons pour lesquelles il est plus pertinent d'utiliser un indicateur comptable pour étudier les conséquences d'un changement de dirigeant sur la performance de la firme. Premièrement, la performance opérationnelle est davantage sous le contrôle de la direction (Hambrick & Finkelstein, 1995). Deuxièmement, les objectifs de performance à atteindre sont généralement d'ordre comptable (Joskow, Rose et Shepard, 1993). Enfin, la performance financière est plutôt utilisée pour les études d'évènement qui visent à étudier l'effet de l'annonce et pas les effets imputables à l'arrivée du nouveau dirigeant et qui ne sont observables que deux ou trois ans après son arrivée (Finkelstein et Hambrick, 1996). Nous choisissons le ROA (Return On Assets) qui est une mesure largement utilisée dans les études portant sur les conséquences du changement de dirigeant sur la performance de l'entreprise (Zajac, 1990). Afin d'obtenir une mesure qui ne soit pas altérée par des

²² Par définition ces variables ne se prêtent pas aux modèles relatifs à l'endogamie large et à l'endogamie des élites.

fluctuations spécifiques à une année donnée, nous calculons le ROA moyen sur les trois années qui suivent le changement de dirigeant (Daily et al., 2000; Kesner et Dalton, 1994) auquel nous retranchons la moyenne des ROA enregistrés les trois années avant la succession, ce qui nous donne la variation de performance post-succession²³.

$$\text{Diff_perf} = \text{Moyenne (ROAt+1, t+3)} - \text{Moyenne (ROAt-1, t-3)}$$

Nous testons chacune des variables d'endogamie en incluant les variables de contrôles susceptibles d'expliquer la variation de performance observée à l'issue du changement de dirigeant. Nous contrôlons les effets dus à la raison du turnover ainsi que les effets fixes du secteur d'activités.

$$\text{Diff_perf} = f(\text{Endo_stricte}; \text{Motif départ}; \text{Secteur d'activité}) \quad (1)$$

$$\text{Diff_perf} = f(\text{Endo_large}; \text{Motif départ}; \text{Secteur d'activité}) \quad (2)$$

$$\text{Diff_perf} = f(\text{Endo_élite}; \text{Motif départ}; \text{Secteur d'activité}) \quad (3)$$

8. Résultats

8.1. Les déterminants de l'endogamie

Le Tableau 8 reprend l'ensemble des hypothèses posées ainsi que les résultats obtenus pour chacune des variables d'endogamie. En considérant l'endogamie stricte, nous validons les hypothèses H1, H2, H3, H4, H5', H6 et H7. Il en ressort donc que le recrutement en interne ainsi que le fait que le départ du dirigeant s'inscrive dans un processus naturel ou d'une succession familiale augmentent la probabilité de recruter un dirigeant qui a le même diplôme que le dirigeant remplacé. A l'inverse, les recrutements à l'externe ainsi que les départs forcés ou

²³ ROA centré réduit sur l'échantillon

liés à un changement de système de gouvernance diminuent significativement les chances que le nouveau dirigeant soit diplômé du même type d'institution que le dirigeant sortant. Nous constatons également le fort pouvoir dynastique des polytechniciens. Ils sont issus de la seule grande école qui perpétue significativement (au seuil de 1 %) l'endogamie dans la sélection des nouveaux dirigeants. D'après les résultats concernant l'endogamie large et l'endogamie des élites, nous ne constatons pas de lien entre le type de succession ou le motif de départ. L'endogamie large semble être une affaire sectorielle, ceci s'explique par les compétences requises en fonction de la spécificité des secteurs d'activité.

Tableau 8 : Synthèse des hypothèses et des résultats

		Endogamie large		Endogamie stricte		Endogamie des élites	
		Effet attendu	Effet observé	Effet attendu	Effet observé	Effet attendu	Effet observé
H7	Polytechnique						
	Type de succession						
H1	Recrutement interne	+	NS	+	+	+	NS
H5	Succession familiale	+ / -	NS	+ / -	+	+ / -	NS
H3	Recrutement à l'externe	-	NS	-	-	-	NS
	Raisons du changement						
H2	Départ naturel	+	NS	+	+	+	NS
H6	Modification du système de gouvernance	-	NS	-	-	-	NS
H4	Départ provoqué	-	NS	-	-	-	NS
H8	Influence sectorielle	Significatif	Significatif	Significatif	NS	Significatif	NS

8.2. Endogamie et performance

Nous observons qu'en moyenne, la différence de ROA entre l'ancien dirigeant et le nouveau dirigeant est positive (0,194). Les turnovers ont en moyenne été bénéfiques pour la performance de l'entreprise. Lorsque nous comparons les différences de moyenne par type d'endogamie (Tableau 35), nous constatons que

la différence de performance est plus importante lorsque le nouveau dirigeant a le même profil que son prédécesseur (la différence est significative au seuil de 10 %) ou lorsque l'entreprise conserve un dirigeant issu d'une grande école. Concernant l'endogamie large, nous constatons même une performance dégradée lorsque le dirigeant sélectionné a un profil différent du dirigeant remplacé. Cela tient au fait que, compte tenu des spécificités sectorielles, il est plus délicat de changer de profil dans la mesure où des connaissances spécifiques ne sont peut-être pas acquises. Nous notons enfin que dans le cas d'une endogamie stricte, la différence est positive mais reste moindre par rapport aux cas où l'endogamie stricte n'est pas observée. La différence n'est pas significative mais témoigne des limites du recrutement orienté vers une catégorie de dirigeants et qui ne prend pas en compte l'ensemble des candidats possibles. Le Tableau 36 montre les résultats qui concernent la régression linéaire entre la performance de l'entreprise et les types d'endogamie. Nous ne validons que l'hypothèse 9' pour l'endogamie large qui concerne les recrutements de dirigeants de même profil. L'absence de significativité²⁴ concernant les autres types d'endogamie traduit la situation assez mitigée des effets des réseaux sur la performance de la firme.

9. Conclusion

Tout au long de cette étude, nous nous sommes intéressée au phénomène de l'endogamie dans la sélection des dirigeants en France. En effet, nous observons une tendance à recruter des dirigeants qui se ressemblent notamment en termes de diplômes. Cette pratique est d'autant plus courante dans une société où

²⁴ Nous avons testé d'autres mesures de performance ainsi que d'autres types de spécification, les résultats demeurent non significatifs.

persiste une certaine forme de tyrannie du diplôme initial²⁵. Ainsi, certaines grandes écoles ont instauré des relations sociales entre les différents partenaires économiques qui ont des incidences sur la sélection des grands patrons. Nous avons dans un premier temps dressé un tableau des caractéristiques de changements de dirigeants en France entre 1990 et 2008. Nous avons noté que la succession par un dauphin reste le mode de succession le plus courant. Le recours à un dirigeant externe est souvent la traduction d'une volonté de rupture, et généralement la réponse à un changement de dirigeant provoqué.

Nous avons traité trois types d'endogamie : l'endogamie stricte qui concerne des dirigeants de même diplôme, l'endogamie large qui concerne des dirigeants de même profil et l'endogamie des élites qui concerne des dirigeants qui proviennent tous deux d'une école prestigieuse. Nous avons étudié les déterminants susceptibles d'accroître le phénomène d'endogamie pour chacune des variables élaborées. L'endogamie stricte est très fortement influencée par le contexte du changement de dirigeant ainsi que le type de succession. Un départ provoqué diminue significativement la probabilité que le dirigeant sélectionné ait le même diplôme que son prédécesseur, ce qui traduit clairement la volonté de changement. De façon analogue, nous voyons que le recrutement à l'externe diminue également significativement les chances d'observer une endogamie stricte. Les résultats concernant les effets d'un changement de statut de gouvernance conforte l'idée selon laquelle l'entreprise souhaite être plus transparente dans sa gouvernance et donc ne conduit pas de sélection orientée. L'endogamie stricte est favorisée dans un contexte de succession par un dauphin ou familiale. Dans ce cas, le dirigeant sortant a davantage de marge de manœuvre pour choisir son remplaçant, et pour des questions essentiellement personnelles,

²⁵ Cf. « La tyrannie du diplôme initial et la circulation des élites : la stabilité du modèle français » de Michel Bauer et Bénédicte Bertin-Mouro, paru dans l'ouvrage collectif intitulé « Le recrutement des élites en Europe » (dirigé par Azra Suleiman et Henri Mendras).

aura une préférence pour un successeur avec lequel il partage des points communs. Enfin, nous notons le fort pouvoir de sélection intra-groupe des polytechniciens. Il s'agit de la seule école capable d'avoir une influence significative sur la probabilité de recruter un semblable. Les deux autres types d'endogamie ne semblent pas être influencés par le contexte ou le type de succession. L'endogamie large apparaît comme une composante essentiellement liée au secteur d'activités. La continuité dans le profil des dirigeants en fonction des secteurs d'activités s'explique par les spécificités de certains types d'industrie ou même par des traditions. Prenons l'exemple du secteur bancaire qui affiche une forte tendance à nommer des énarques à la tête des plus grandes banques. Enfin, il semble que les entreprises ne raisonnent pas en termes de « grande école ou pas » mais plutôt en termes de « issu de l'école unetelle ou pas de l'école unetelle ». Les dirigeants qui ne proviennent pas d'une grande école ont en général été promus à la tête d'une grande entreprise non pas parce que leur profil était similaire ou différent du précédent mais parce que leur parcours était de grande qualité.

Nous nous sommes ensuite intéressée à la question suivante : l'endogamie des dirigeants est-elle nuisible ou bénéfique pour la performance de la firme ? L'absence de significativité de nos résultats ne nous permet pas de choisir une réponse à cette question concernant l'endogamie stricte et celle qui concerne les élites. Concernant l'endogamie large, nous constatons un effet positif sur la performance post-succession de la firme. Il paraît donc plus bénéfique de ne pas créer de rupture dans le profil des dirigeants afin de conserver une cohérence entre le profil du manager et l'activité de l'entreprise, ceci facilitant également la communication et donc la passation de pouvoir entre le dirigeant entrant et le dirigeant sortant.

Bibliographie

Allemand, I., 2005. Le rôle du marché des dirigeants dans le système de gouvernance des entreprises : une revue de la littérature. *Cahier du FARGO n° 10509 Septembre 2005*.

Allen, T et S. Cohen, 1969. Information Flow in Research and Development Laboratories. *Administrative Science Quarterly*, 14, 12-19.

Bauer, M. et B. Bertin-Mourof, 1997. La tyrannie du diplôme initial et la circulation des élites : la stabilité du modèle français, paru dans *Le recrutement des élites en Europe* (dirigé par Azra Suleiman et Henri Mendras). *ed. La découverte*.

Becker, D., 1964. Human Capital. *Columbia University Press*.

Bertrand, M., and A. Schoar, 2003. Managing With Style: The Effect of Managers on Firm Policies. *Quarterly Journal of Economics*, CXVIII (4), 1169 -208.

Boeker, W and J. Goodstein, 1993. Performance and Successor Choice: The Moderating Effects of Governance and Ownership. *Academy of Management Journal*, 36, 172-186.

Cannella, A.A. and M. Lubatkin, 1993. Succession as a Sociopolitical Process: Internal Impediments to Outsider Selection. *Academy of Management Journal*, 36, 763-793.

Carminatti-Marchand, G., and M. Paquerot, 2003. The Elite and their Boards of Directors. *Corporate Ownership & Control*, 1 (1), 112-128.

Daily, G. M., and D.R. Dalton, 1994. Bankruptcy and Corporate Governance: The Impact of Board Composition and Structure. *Academy of Management Journal*, 37, 1603-1617.

Daily, G. M., S.T. Gerto and D.R. Dalton, 2000. International Experience in the Executive Suite: The Path to Prosperity? *Strategic Management Journal*, 21 (4); 515-523.

Dalton, D.R. and I.F. Kesner, 1983. Inside/Outside Succession and Organizational Size: The Pragmatics of Executive Replacement. *Academy of Management Journal*, 26, 736-742.

Datta, D.K. and N. Rajagopalan, 1998. Industry Structure and CEO Characteristics: an Empirical Study of Succession Events. *Strategic Management Journal*, 19 (9), 833-852.

Demb, A. and F. Neubauer, 1992. The Corporate Board: Confronting the Paradoxes. *Oxford: Oxford University Press*.

Fernandez, R. and N. Weinberg, 1997. Personal Contacts and Hiring in a Retail Bank. *American Sociological Review*, 62(6), 883-902.

Finkelstein, S., and D.G. Hambrick, 1996. Strategic Leadership: Top Executives and Their Effects on Organizations. *New York: West*.

Finlay, W. and J.E. Coverdill, 2002. Headhunters: Matchmaking in the Labor Market. *Ithaca, New York: Cornell University Press*.

Friedman, S.D. and H. Singh, 1989. CEO Succession and Stockholder Reaction: the Influence of Organizational Context and Event Content. *Academy of Management Journal*, 32 (4), 718-744.

Graham, J. and H. Campbell, 2002. How do CFOs Make Capital Budgeting and Capital Structure Decisions? *Journal of Applied Corporate Finance*, 15 (1), 8-23.

Granovetter, M., 1974. Getting a Job: A Study of Contacts and Careers. *Cambridge, MA: Harvard University Press*.

Gupta, A.K., 1984. Contingency Linkages Between Strategy and General Manager Characteristics. *Academy of Management Review*, 9, 399-412.

Gupta, A.K., 1992. Executive Selection: A Strategic Perspective. *Human Resource Planning*, 15 (1), 47-62.

Hall, D.T., 1976. Career in Organizations. *Pacific Palisades, CA: Goodyear*.

Hambrick, D.C. and P.A. Mason, 1984. Upper Echelons: The Organization as a Reflection of Its Top Managers. *Academy of Management Review*, 9 (2), 193-206.

Hambrick, D. G. and G.S. Finkelstein, 1995. The Effects of Ownership Structure on Conditions at the Top: The Case of GEO Pay Raises. *Strategic Management Journal*, 16, 175-193.

Helmich, D., 1977. Executive Succession in the Corporate Organization: A Current Investigation. *Academy of Management*, 17, 771-775.

Helmich, D. and W. Brown, 1972. Successor Type and Organizational Change in the Corporate Enterprise. *Administrative Science Quarterly*, 17, 371-381.

Joskow P., L. Rose and A. Shepard, 1993. Regulatory Constraints on CEO Compensation. *NBER Working paper No R1825*.

Kesner, I. and T. Sebor, 1994. Succession: Past, Present and Future. *Journal of Management*, 20(2), 327-372.

Kesner, I. F. and D.R. Dalton, 1994. Top Management Turnover and CEO Succession: An Investigation of the Effects of Turnover on Performance. *Journal of Management Studies*, 31, 701-713.

Khurana, R. and J.W. Lorsch, 1999. Changing Leaders: The Board's Role in CEO Succession. *Harvard Business Review*, 97-105.

Khurana R., 2004. Headhunters: Matchmaking in the Labor Market. *Journal of Economic Literature*, 42 (1).

Lorsch, J.W. and E. MacIver, 1989. Pawns or Potentates: The Reality of America's Corporate Boards. *Boston: Harvard Business School Press*.

Marsden, P. and K. Campbell, 1990. Recruitment and Selection Processes: The Organization Side of Jobs Searches. In Breiger R. (Ed.), *Social Mobility and social structure*, New York, Cambridge University Press.

Miller, D., 1991. Stale in the Saddle: CEO Tenure and the Match Between Organization and Environment. *Management Science*, 37, 34-52.

Morgan, G., 1989. Images de l'organisation. *Edition WEKA*.

Morin, F., 1997. Corporate governance: les perspectives internationales. *Association d'économie financière, Collection Finance et Société*.

Ocasio, W. and H. Kim, 1999. The Circulation of Corporate Control: Selection of Functional Backgrounds of New CEOs in Large U.S. Manufacturing Firms, 1981-1992. *Administrative Science Quarterly*, 44, 532-562.

Paquerot, M., 2000. Est-il bien raisonnable de confier la direction des grandes entreprises françaises aux élites ? *Working paper*.

Pfeffer, J. and G. Salancik, 1974. Organizational Decision Making as a Political Process: The Case of the University Budget. *Administrative Science Quarterly*, 19 (2), 135-151.

Rhodes, S.R., 1983. Age-related Differences in Work Attitudes and Behavior: A Review and Conceptual Analysis. *Psychological Bulletin*, 93, 328-367.

Schwartz, K.B. and K. Menon, 1985. Executive Succession in Failing Firms. *Academy of Management Journal*, 28, 680-686.

Shen, W. and A.A. Cannella, 2002. Revisiting the Performance Consequences of CEO Succession: The Impacts of Successor Type, Post-succession Senior Executive Team Turnover, and Departing CEO Tenure. *Academy of Management Journal*, 45 (4), 717-733.

Virany, B., M. Tushman and E. Romanelli, 1992. Executive Succession and Organization. Outcomes in Turbulent Environments: An Organizational Learning Approach. *Organization Science*, 4, 72-92.

Westphal, J.D. and E.J. Zajac, 1995. Who Shall Govern? CEO/Board Power, Demographic Similarity, and New Director Selection. *Administrative Science Quarterly*, 40, 60-83.

Wiersema, M.F. and K.A. Bantel, 1992. Top Management Team Demography and Corporate Strategic Change. *Academy of Management Journal*, 35, 91-121.

Zajac, E. and J.D. Westphal, 1996. Who Shall Succeed? How CEO/Board Preferences and Power Affect the Choice of New CEOs. *Academy of Management Journal*, 39 (1), 64-90.

Zajac, E. J., 1990. CEO Selection, Succession, Compensation and Firm Performance: A Theoretical Integration and Empirical Analysis. *Strategic Management Journal*, 11, 217-230.

Tables

Tableau 9 : Répartition du type de succession en fonction de l'année du turnover

	Recrutement externe	Recrutement interne	Succession familiale	Total
1991	1 100%	0 0%	0 0%	1 100%
1992	2 66,7%	0 0%	1 33,3%	3 100%
1993	1 16,7%	2 33,3%	3 50,0%	6 100%
1994	0 0%	3 75,0%	1 25,0%	4 100%
1995	1 16,7%	4 66,7%	1 16,7%	6 100%
1996	4 36,4%	6 54,5%	1 9,1%	11 100%
1997	2 20,0%	7 70,0%	1 10,0%	10 100%
1998	1 14,3%	6 85,7%	0 ,0%	7 100%
1999	4 30,8%	8 61,5%	1 7,7%	13 100%
2000	3 25,0%	7 58,3%	2 16,7%	12 100%
2001	4 30,8%	7 53,8%	2 15,4%	13 100%
2002	7 43,8%	7 43,8%	2 12,5%	16 100%
2003	6 37,5%	10 62,5%	0 0%	16 100%
2004	7 46,7%	6 40,0%	2 13,3%	15 100%
2005	2 9,5%	17 81,0%	2 9,5%	21 100%
2006	6 42,9%	7 50,0%	1 7,1%	14 100%
2007	3 37,5%	5 62,5%	0 0%	8 100%
Total	54 30,7%	102 58,0%	20 11,4%	176 100%

Tableau 10 : Répartition des dirigeants fondateurs présents au SBF250 en 2008 en fonction de l'année de création de leur entreprise

Année de création de la firme	Effectifs	%
Années 60	4	11
Années 70	5	14
Années 80	15	41
Années 90	11	30
Années 2000	2	5
Total	37	100%

Tableau 11 : Répartition des dirigeants remplacés en fonction de leur origine

Origine du dirigeant remplacé	Effectifs	%
Fondateur	23	13,1
Héritier de la famille fondatrice	18	10,2
Carrière interne	96	54,5
Recruté à l'externe	39	22,2
Total	176	100%

Tableau 12 : Répartition des changements de dirigeants en fonction de la raison du départ et de l'année du turnover

	Départ provoqué	Départ naturel	Raisons mitigées	Modification du système de gouvernance	Décès	Total
1991	1 100,0%	0 0%	0 0%	0 0%	0 0%	1 100%
1992	1 33,3%	1 33,3%	0 0%	1 33,3%	0 0%	3 100%
1993	0 0%	5 83,3%	0 0%	1 16,7%	0 0%	6 100%
1994	1 25,0%	2 50,0%	1 25,0%	0 0%	0 0%	4 100%
1995	3 50,0%	2 33,3%	0 0%	1 16,7%	0 0%	6 100%
1996	0 0%	5 45,5%	4 36,4%	2 18,2%	0 0%	11 100%
1997	3 30,0%	2 20,0%	2 20,0%	3 30,0%	0 0%	10 100%
1998	1 14,3%	4 57,1%	1 14,3%	1 14,3%	0 0%	7 100%
1999	1 7,7%	6 46,2%	2 15,4%	4 30,8%	0 0%	13 100%
2000	1 8,3%	8 66,7%	1 8,3%	2 16,7%	0 0%	12 100%
2001	7 53,8%	4 30,8%	0 0%	2 15,4%	0 0%	13 100%
2002	6 37,5%	3 18,8%	3 18,8%	4 25,0%	0 0%	16 100%
2003	6 37,5%	5 31,3%	2 12,5%	3 18,8%	0 0%	16 100%
2004	8 53,3%	0 0%	3 20,0%	3 20,0%	1 6,7%	14 93,3%
2005	3 14,3%	7 33,3%	3 14,3%	7 33,3%	1 4,8%	20 95,2%
2006	3 21,4%	5 35,7%	3 21,4%	3 21,4%	0 0%	14 100%
2007	2 25,0%	4 50,0%	0 0%	2 25,0%	0 0%	8 100%
Total	47 26,7%	63 35,8%	25 14,2%	39 22,2%	2 1,1%	176 100%

Tableau 13 : Répartition des turnovers en fonction du motif annoncé par l'entreprise

Motif annoncé par l'entreprise	Effectifs	%
Corruption	3	1,7
Décès	2	1,1
Démission	31	17,5
Mandat non renouvelé	5	2,8
Modification système de gouvernance	39	22,0
Nouvelle orientation	20	11,3
Remercié	13	7,3
Retraite	27	15,3
Se retire	19	10,7
Succession prévue	17	9,6
Total	176	100%

Tableau 14 : Statistiques sur le nombre de dirigeants ayant pris la présidence du poste de président de conseil d'administration ou de président du conseil de surveillance

Le dirigeant remplacé est resté au conseil	Effectifs	%
OUI	55	31,2%
NON	121	68,8%
Total	176	100%

Tableau 15 : Comparaison de la moyenne d'âge du dirigeant remplacé en fonction du type de succession

Type de succession	Moyenne	N	Ecart-type	Minimum	Maximum
Recrutement externe	56,0 ans	54	6,5 ans	43 ans	68 ans
Recrutement interne	58,6 ans	102	8,7 ans	37 ans	75 ans
Succession familiale	64,9 ans	20	10,3 ans	52 ans	88 ans
Total	58,5 ans	176	8,6 ans	37 ans	88 ans

Tableau 16 : Comparaison de la moyenne de l'ancienneté du dirigeant remplacé en fonction du type de succession

Type de succession	Moyenne	N	Ecart-type	Minimum	Maximum
Recrutement externe	7,2 ans	54	5,8 ans	1 an	34 ans
Recrutement interne	10,2 ans	102	8,9 ans	1 an	44 ans
Succession familiale	20,7 ans	20	16,5 ans	2 ans	56 ans
Total	10,3 ans	176	10,0 ans	1 an	56 ans

Tableau 17 : Répartition de l'ancienneté du dirigeant sortant en fonction du motif de turnover

Motif du turnover	1 - 5 ans		6 - 10 ans		11 - 15 ans		16 - 20 ans		21 - 30 ans		30 ans et plus		Total	
Corruption	0	0%	2	67%	0	0%	1	33%	0	0%	0	0%	3	100%
Décès	1	50%	1	50%	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%	2	100%
Démission	19	61%	9	29%	3	10%	0	0%	0	0%	0	0%	31	100%
Mandat non renouvelé	1	20%	4	80%	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%	5	100%
Modification système de gouvernance	7	18%	6	15%	9	23%	7	18%	5	13%	5	13%	39	100%
Nouvelle orientation	16	80%	4	20%	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%	20	100%
Remercié	7	54%	6	46%	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%	13	100%
Retraite et successions prévues	19	22%	11	24%	9	20%	4	9%	4	9%	7	16%	44	100%
Se retire	9	47%	5	26%	4	21%	1	5%	0	0%	0	0%	19	100%
Total	69		48		25		13		8		12		176	

Tableau 18 : Comparaison de la moyenne d'âge en fonction de la raison du turnover

Raison du départ	Moyenne	N	Ecart-type	Minimum	Maximum
Corruption	56,3 ans	3	8,963	46	62
Décès	54,5 ans	2	17,678	42	67
Démission	55,7 ans	31	6,983	44	75
Mandat non renouvelé	57,8 ans	5	5,630	51	64
Modification système de gouvernance	61,2 ans	39	9,354	37	75
Nouvelle orientation	50,4 ans	20	5,236	42	62
Remercié	52,8 ans	13	4,432	46	60
Retraite	63,3 ans	26	5,067	50	77
Se retire	58,5 ans	18	7,156	47	71
Succession prévue	65,8 ans	16	9,203	52	88
Total	58,5 ans	173	8,595	37	88

Tableau 19 : Comparaison de la moyenne d'âge du dirigeant remplaçant en fonction du type de succession

Type de succession	Moyenne	N	Ecart-type	Minimum	Maximum
Recrutement externe	52,2 ans	54	6,7 ans	41 ans	72 ans
Recrutement interne	51,0 ans	102	6,0 ans	37 ans	66 ans
Succession familiale	47,6 ans	20	5,9 ans	35 ans	61 ans
Total	50,9 ans	176	6,3 ans	35 ans	72 ans

Tableau 20 : Répartition du type de succession en fonction du secteur d'activité

	Recrutement externe	Recrutement interne	Succession familiale	Total
AGROALIMENTAIRE	4 26,7%	5 33,3%	6 40,0%	15 100%
CHIMIE / MATIERES	2 22,2%	7 77,8%	0 0%	9 100%
CONSTRUCTION / METALLURGIE	0 0%	4 80,0%	1 20,0%	5 100%
DISTRIBUTION	4 33,3%	6 50,0%	2 16,7%	12 100%
EQUIPEMENT	3 23,1%	7 53,8%	3 23,1%	13 100%
FINANCE	2 15,4%	11 84,6%	0 0%	13 100%
IMMOBILIER	5 55,6%	4 44,4%	0 0%	9 100%
LOISIRS	4 28,6%	7 50,0%	3 21,4%	14 100%
MEDIAS	2 18,2%	9 81,8%	0 0%	11 100%
PETROLE ET GAZ NATUREL	0 0%	7 100,0%	0 0%	7 100%
PHARMACIE / COSMETIQUE	2 22,2%	5 55,6%	2 22,2%	9 100%
SERVICES	4 36,4%	6 54,5%	1 9,1%	11 100%
TECHNOLOGIE DE L'INFORMATION	10 58,8%	7 41,2%	0 0%	17 100%
TELECOMMUNICATION	3 42,9%	4 57,1%	0 0%	7 100%
TRANSPORT	4 44,4%	5 55,6%	0 0%	9 100%
VEHICULES ET EQUIPEMENT	5 33,3%	8 53,3%	2 13,3%	15 100,0%
Total	54 30,7%	102 58,0%	20 11,4%	176 100,0%

Tableau 21 : Répartition des raisons du turnover en fonction du secteur d'activité

	Départ provoqué	Départ naturel	Raisons mitigées	Modification du système de gouvernance	Décès	Total
AGROALIMENTAIRE	4 26,7%	4 26,7%	3 20,0%	4 26,7%	0 0%	15 100%
CHIMIE / MATIERES	1 11,1%	2 22,2%	1 11,1%	4 44,4%	0 0%	9 100%
CONSTRUCTION / METALLURGIE	0 0%	2 40,0%	1 20,0%	2 40,0%	0 0%	5 100%
IMMOBILIER	1 11,1%	4 44,4%	1 11,1%	0 0%	0 0%	9 100%
DISTRIBUTION	6 50,0%	1 8,3%	2 16,7%	2 16,7%	0 0%	12 100%
EQUIPEMENT	1 7,7%	6 46,2%	2 15,4%	3 23,1%	0 0%	13 100%
FINANCE	2 15,4%	4 30,8%	1 7,7%	4 30,8%	0 0%	13 100%
IMMOBILIER	1 11,1%	4 44,4%	1 11,1%	0 0%	0 0%	9 100%
LOISIRS	2 14,3%	1 7,1%	5 35,7%	4 28,6%	0 0%	14 100%
MEDIAS	6 54,5%	1 9,1%	0 0%	3 27,3%	0 0%	11 100%
PETROLE ET GAZ NATUREL	0 0%	3 42,9%	2 28,6%	1 14,3%	0 0%	7 100%
PHARMACIE / COSMETIQUE	1 11,1%	3 33,3%	1 11,1%	3 33,3%	0 0%	9 100%
SERVICES	5 45,5%	3 27,3%	0 0%	2 18,2%	0 0%	11 100%
TECHNOLOGIE DE L'INFORMATION	7 41,2%	1 5,9%	0 0%	4 23,5%	1 5,9%	17 100%
TELECOMMUNICATION	3 42,9%	1 14,3%	3 42,9%	0 0%	0 0%	7 100%
TRANSPORT	5 55,6%	2 22,2%	1 11,1%	1 11,1%	0 0%	9 100%
VEHICULES ET EQUIPEMENT	3 20,0%	6 40,0%	2 13,3%	2 13,3%	1 6,7%	15 100%
Total	47 26,7%	44 25,0%	25 14,2%	39 22,2%	2 1,1%	176 100%

Tableau 22 : Répartition des cas d'endogamie large en fonction du type de similarité

Type de similarité	Effectifs	%
Autodidacte	3	2
Commerce/Gestion/Administration	28	16
Scientifique	43	24
Pas d'endogamie large	102	58
Total	176	100

Tableau 23 : Répartition des cas d'endogamie stricte en fonction du type de similarité

Type de similarité	Effectifs	%
X	15	8
Ingénieur	9	5
Université	5	3
ENA	4	2
HEC	4	2
Autodidacte	3	2
IEP	2	1
Pas d'endogamie stricte	134	76
Total	176	100

Tableau 24 : Répartition du diplôme des dirigeants en fonction du secteur d'activité²⁶

	NC	Autodidacte	Autre	Business School	ENA	HEC	IEP	Ingénieur	Université	X	Total
AGROALIMENTAIRE	1 4,2%	1 4,2%	2 8,3%	4 16,7%	0 0%	2 8,3%	2 8,3%	7 29,2%	2 8,3%	3 12,5%	24 100%
CHIMIE / MATIERES	0 0%	0 0%	0 0%	1 6,3%	3 18,8%	2 12,5%	0 0%	6 37,5%	1 6,3%	3 18,8%	16 100%
CONSTRUCTION / METALLURGIE	0 0%	0 0%	0 0%	0 0%	0 0%	0 0%	0 0%	4 50,0%	0 0%	4 50,0%	8 100%
DISTRIBUTION	0 0%	2 11,8%	1 5,9%	1 5,9%	2 11,8%	6 35,3%	0 0%	1 5,9%	4 23,5%	0 0%	17 100%
EQUIPEMENT	0 0%	0 0%	0 0%	1 4,3%	1 4,3%	4 17,4%	0 0%	8 34,8%	3 13,0%	6 26,1%	23 100%
FINANCE	0 0%	0 0%	0 0%	0 0%	7 29,2%	4 16,7%	2 8,3%	4 16,7%	3 12,5%	4 16,7%	24 100%
IMMOBILIER	3 20,0%	0 0%	1 6,7%	1 6,7%	2 13,3%	3 20,0%	0 0%	1 6,7%	3 20,0%	1 6,7%	15 100%
LOISIRS	3 15,8%	3 15,8%	0 0%	5 26,3%	2 10,5%	1 5,3%	1 5,3%	1 5,3%	3 15,8%	0 0%	19 100%
MEDIAS	0 0%	1 6,3%	1 6,3%	1 6,3%	1 6,3%	0 0%	3 18,8%	2 12,5%	4 25,0%	3 18,8%	16 100%
PETROLE ET GAZ NATUREL	0 0%	0 0%	0 0%	1 10,0%	0 0%	0 0%	0 0%	4 40,0%	0 0%	5 50,0%	10 100%
PHARMACIE / COSMETIQUE	0 0%	1 5,9%	5 29,4%	2 11,8%	0 0%	3 17,6%	0 0%	3 17,6%	3 17,6%	0 0%	17 100%
SERVICES	3 15,0%	1 5,0%	0 0%	3 15,0%	1 5,0%	0 0%	0 0%	6 30,0%	4 20,0%	2 10,0%	20 100%
TECHNOLOGIE DE L'INFORMATION	4 17,4%	0 0%	1 4,3%	1 4,3%	1 4,3%	1 4,3%	1 4,3%	4 17,4%	2 8,7%	8 34,8%	23 100%
TELECOMMUNICATION	2 20,0%	0 0%	0 0%	0 0%	1 10,0%	0 0%	0 0%	3 30,0%	0 0%	4 40,0%	10 100%
TRANSPORT	0 0%	1 7,7%	3 23,1%	1 7,7%	1 7,7%	0 0%	1 7,7%	0 0%	0 0%	6 46,2%	13 100%
VEHICULES ET EQUIPEMENT	0 0%	2 7,7%	0 0%	0 0%	3 11,5%	0 0%	1 3,8%	6 23,1%	3 11,5%	11 42,3%	26 100%
Total	16 5,7%	12 4,3%	14 5,0%	22 7,8%	25 8,9%	26 9,3%	11 3,9%	60 21,4%	35 12,5%	60 21,4%	281 100%

²⁶ Pour cette répartition, nous avons retenu le diplôme dont l'excellence académique était la plus reconnue ou le diplôme le plus prestigieux, exemple si le dirigeant est diplômé de l'IEP et l'ENA, nous avons retenu ENA pour la classification

Tableau 25 : Répartition de l'endogamie large en fonction du secteur d'activité

	Endogamie large		Total
	NON	OUI	
AGROALIMENTAIRE	12 80,0%	3 20,0%	15 100%
CHIMIE / MATIERES	7 77,8%	2 22,2%	9 100%
CONSTRUCTION METALLURGIE	0 0%	5 100,0%	5 100%
DISTRIBUTION	7 58,3%	5 41,7%	12 100%
EQUIPEMENT	6 46,2%	7 53,8%	13 100%
FINANCE	8 61,5%	5 38,5%	13 100%
IMMOBILIER	7 77,8%	2 22,2%	9 100%
LOISIRS	7 50,0%	7 50,0%	14 100%
MEDIAS	5 45,5%	6 54,5%	11 100%
PETROLE ET GAZ NATUREL	1 14,3%	6 85,7%	7 100%
PHARMACIE / COSMETIQUE	8 88,9%	1 11,1%	9 100%
SERVICES	5 45,5%	6 54,5%	11 100%
TECHNOLOGIE DE L'INFORMATION	13 76,5%	4 23,5%	17 100%
TELECOMMUNICATION	3 42,9%	4 57,1%	7 100%
TRANSPORT	6 66,7%	3 33,3%	9 100%
VEHICULES ET EQUIPEMENT	7 46,7%	8 53,3%	15 100%
Total	102 58,0%	74 42,0%	176 100%

Tableau 26 : Répartition de l'endogamie stricte en fonction du secteur d'activité

	Endogamie stricte		Total
	NON	OUI	
AGROALIMENTAIRE	13 86,7%	2 13,3%	15 100%
CHIMIE / MATIERES	9 100%	0 0%	9 100%
CONSTRUCTION / METALLURGIE	4 80,0%	1 20,0%	5 100%
DISTRIBUTION	8 66,7%	4 33,3%	12 100%
EQUIPEMENT	8 61,5%	5 38,5%	13 100%
FINANCE	8 61,5%	5 38,5%	13 100%
IMMOBILIER	8 88,9%	1 11,1%	9 100%
LOISIRS	13 92,9%	1 7,1%	14 100%
MEDIAS	7 63,6%	4 36,4%	11 100%
PETROLE ET GAZ NATUREL	3 42,9%	4 57,1%	7 100%
PHARMACIE / COSMETIQUE	9 100,0%	0 0%	9 100%
SERVICES	7 63,6%	4 36,4%	11 100%
TECHNOLOGIE DE L'INFORMATION	14 82,4%	3 17,6%	17 100%
TELECOMMUNICATION	5 71,4%	2 28,6%	7 100%
TRANSPORT	7 77,8%	2 22,2%	9 100%
VEHICULES ET EQUIPEMENT	11 73,3%	4 26,7%	15 100%
Total	134 76,1%	42 23,9%	176 100%

Tableau 27 : Répartition de l'endogamie stricte en fonction du secteur d'activité

	Endogamie des élites		Total
	NON	OUI	
AGROALIMENTAIRE	12 80,0%	3 20,0%	15 100%
CHIMIE / MATIERES	6 66,7%	3 33,3%	9 100%
CONSTRUCTION / METALLURGIE	5 100,0%	0 0,0%	5 100%
DISTRIBUTION	8 66,7%	4 33,3%	12 100%
EQUIPEMENT	9 69,2%	4 30,8%	13 100%
FINANCE	8 61,5%	5 38,5%	13 100%
IMMOBILIER	7 77,8%	2 22,2%	9 100%
LOISIRS	12 85,7%	2 14,3%	14 100%
MEDIAS	9 81,8%	2 18,2%	11 100%
PETROLE ET GAZ NATUREL	4 57,1%	3 42,9%	7 100%
PHARMACIE / COSMETIQUE	9 100%	0 0%	9 100%
SERVICES	10 90,9%	1 9,1%	11 100%
TECHNOLOGIE DE L'INFORMATION	11 82,4%	6 17,6%	17 100%
TELECOMMUNICATION	4 57,1%	3 42,9%	7 100%
TRANSPORT	5 55,6%	4 44,4%	9 100%
VEHICULES ET EQUIPEMENT	9 60,0%	6 40,0%	15 100%
Total	128 72,7%	48 27,3%	176 100%

Tableau 28: Répartition de l'endogamie large en fonction du type de succession

		Recrutement externe	Recrutement interne	Succession familiale	Total
Endogamie large	NON	37 68,5%	54 52,9%	11 55,0%	102 58,0%
	OUI	17 31,5%	48 47,1%	9 45,0%	74 42,0%
Total		54 100%	102 100%	20 100%	176 100%

Tableau 29: Répartition de l'endogamie stricte en fonction du type de succession

		Recrutement externe	Recrutement interne	Succession familiale	Total
Endogamie stricte	NON	49 90.7%	73 71.6%	12 60.0%	134 76.1%
	OUI	5 9.3%	29 28.4%	8 40.0%	42 23.9%
Total		54 100%	102 100%	20 100%	176 100%

Tableau 30: Répartition de l'endogamie des élites en fonction du type de succession

		Recrutement externe	Recrutement interne	Succession familiale	Total
Endogamie des élites	NON	39 72,2%	72 70,6%	17 85,0%	128 72,7%
	OUI	15 27,8%	30 29,4%	3 15,0%	48 27,3%
Total		54 100%	102 100%	20 100%	176 100%

Tableau 31 : Estimation logistique de la probabilité d'observer un phénomène d'endogamie large dans la sélection du nouveau dirigeant

Le tableau ci-dessous montre les résultats de l'estimation logit de la probabilité d'observer une correspondance entre le profil du dirigeant entrant et celui du dirigeant sortant. La variable dépendante (*Endo_large*) est une variable binaire qui prend la valeur 1 si le dirigeant entrant a le même profil que le dirigeant sortant, 0 sinon.

Les variables *Recrutement interne*, *Succession familiale* et *Recrutement externe* sont des variables *dummy* qui caractérisent le type de succession, *Recrutement interne* étant la variable indicatrice. La variable recrutement prend la valeur 1 si le nouveau dirigeant a été recruté en interne dans l'entreprise, 0 sinon ; la variable *Succession familiale* prend 1 si le dirigeant est issu de la famille fondatrice, 0 sinon et enfin la variable *Recrutement externe* prend la valeur 1 si le recrutement a été fait à l'extérieur de la firme, 0 sinon. Les variables *Départ naturel*, *Modification Gouv* et *Départ provoqué* sont des variables *dummy* qui caractérisent la raison du départ, *Départ naturel* étant la variable indicatrice.

Les modèles (1) et (2) concernent l'influence du type de succession sur la probabilité d'observer une endogamie large, le modèle (2) incluant l'effet sectoriel. Les modèles (3) et (4) concernent l'influence de la raison du départ sur la probabilité d'observer une endogamie large, le modèle (4) incluant l'effet sectoriel. La significativité des résultats est signalée par *** pour un seuil de 1%, ** pour 5% et * pour 10%.

Variable dépendante : <i>Endo_large</i> = 1				N = 176
	(1)	(2)	(3)	(4)
Constante	-0,136	-1,434 **	-0,123	-1,188 *
Type de succession				
Recrutement interne	-	-	-	-
Succession familiale	-0,065	0,331		
Recrutement externe	-0,642 *	-0,419		
Raison du départ				
Départ naturel	-	-	-	-
Modification Gouv			-0,240	-0,202
Départ provoqué			-0,311	-0,322
Secteur d'activité	NON	OUI	NON	OUI
<i>Pseudo-R</i> ²	0,02	0,12	0,00	0,12
<i>Pseudo-R</i> ² ajusté	0,03	0,17	0,01	0,16

Tableau 32 : Estimation logistique de la probabilité d'observer un phénomène d'endogamie large dans la sélection du nouveau dirigeant

Le tableau ci-dessous montre les résultats de l'estimation logit de la probabilité d'observer une correspondance entre le profil du dirigeant entrant et celui du dirigeant sortant. La variable dépendante (Endo_large) est une variable binaire qui prend la valeur 1 si le dirigeant entrant a le même profil que le dirigeant sortant, 0 sinon. Les variables dépendantes sont des variables *dummy* qui concernent le secteur d'activité, le secteur agroalimentaire étant la modalité de référence.

La significativité des résultats est signalée par *** pour un seuil de 1%, ** pour 5% et * pour 10%.

Variable dépendante : Endo_large =1 N = 176

Constante	1,792 *
Agroalimentaire	-3,178 **
Chimie / Matières	-3,045 **
Construction / Métallurgie	12,461
Distribution	-2,128 *
Equipement	-1,638
Finance	-2,262 **
Immobilier	-3,045 **
Loisirs	-1,792
Médias	-1,609
Pétrole et gaz naturel	-
Pharmacie / Cosmétique	-3,871 **
Services	-1,609
Technologie de l'information	-2,970 **
Télécommunication	-1,504
Transport	-2,485 **
Véhicules et équipements	-1,792
<i>Pseudo-R²</i>	0,16
<i>Pseudo-R² ajusté</i>	0,22

Tableau 33 : Estimation logistique de la probabilité d'observer un phénomène d'endogamie stricte dans la sélection du nouveau dirigeant

Le tableau ci-dessous montre les résultats de l'estimation logit de la probabilité d'observer une correspondance entre le diplôme du dirigeant entrant et celui du dirigeant sortant. La variable dépendante (*Endo_stricte*) est une variable binaire qui prend la valeur 1 si le dirigeant entrant a le même diplôme que le dirigeant sortant, 0 sinon.

La variable *X* est une variable binaire qui prend la valeur 1 si le dirigeant est polytechnicien, 0. Les variables *Recrutement interne*, *Succession familiale* et *Recrutement externe* sont des variables *dummy* qui caractérisent le type de succession, *Recrutement interne* étant la variable indicatrice. La variable *recrutement* prend la valeur 1 si le nouveau dirigeant a été recruté en interne dans l'entreprise, 0 sinon ; la variable *Succession familiale* prend 1 si le dirigeant est issu de la famille fondatrice, 0 sinon et enfin la variable *Recrutement externe* prend la valeur 1 si le recrutement a été fait à l'extérieur de la firme, 0 sinon. Les variables *Départ naturel*, *Modification Gouv* et *Départ provoqué* sont des variables *dummy* qui caractérisent la raison du départ, *Départ naturel* étant la variable indicatrice. Les modèles (1) et (2) concernent l'influence de l'appartenance à une école d'élite et du type de succession sur la probabilité d'observer une endogamie stricte, le modèle (2) incluant l'effet sectoriel. Les modèles (3) et (4) concernent l'influence de l'appartenance à une école d'élite et de la raison du départ sur la probabilité d'observer une endogamie stricte, le modèle (4) incluant l'effet sectoriel.

La significativité des résultats est signalée par *** pour un seuil de 1%, ** pour 5% et * pour 10%.

Variable dépendante : <i>Endo_stricte</i> = 1				N = 176
	(1)	(2)	(3)	(4)
Constante	-1,411 ***	-3,094 ***	-0,882 ***	-1,964 ***
Origine école				
X	1,338 ***	1,355 ***	1,140 ***	1,369 ***
Type de succession				
Recrutement interne	-	-	-	-
Succession familiale	0,834	1,770 **		
Recrutement externe	-1,428 ***	-1,270 **		
Raison du départ				
Départ naturel	-	-	-	-
Modification Gouv			-0,9923 *	-1,234 ***
Départ provoqué			-0,9549 **	-1,296 ***
Secteur d'activité	NON	OUI	NON	OUI
<i>Pseudo-R²</i>	0,11	0,23	0,07	0,18
<i>Pseudo-R² ajusté</i>	0,17	0,34	0,11	0,26

Nous ne présentons pas l'équivalent du Tableau 32 étant donné l'absence de significativité des secteurs d'activités sur la probabilité que *Endo_stricte* = 1.

Tableau 34 : Estimation logistique de la probabilité d'observer un phénomène d'endogamie des élites dans la sélection du nouveau dirigeant

Le tableau ci-dessous montre les résultats de l'estimation logit de la probabilité d'observer une préférence pour le recrutement de dirigeants étant diplômé d'une école d'élite. Nous avons retenu les cinq premières écoles d'ingénieur ainsi que les cinq premières écoles de commerce, avec également l'ENA. La variable dépendante (Endo_élite) est une variable binaire qui prend la valeur 1 si le dirigeant entrant, ainsi que le dirigeant sortant, sont diplômés d'une école d'élite, 0 sinon.

Les variables *Recrutement interne*, *Succession familiale* et *Recrutement externe* sont des variables *dummy* qui caractérisent le type de succession, *Recrutement interne* étant la variable indicatrice. La variable recrutement prend la valeur 1 si le nouveau dirigeant a été recruté en interne dans l'entreprise, 0 sinon ; la variable *Succession familiale* prend 1 si le dirigeant est issu de la famille fondatrice, 0 sinon et enfin la variable *Recrutement externe* prend la valeur 1 si le recrutement a été fait à l'extérieur de la firme, 0 sinon. Les variables *Départ naturel*, *Modification Gouv* et *Départ provoqué* sont des variables *dummy* qui caractérisent la raison du départ, *Départ naturel* étant la variable indicatrice.

Les modèles (1) et (2) concernent l'influence du type de succession sur la probabilité d'observer une endogamie des élites, le modèle (2) incluant l'effet sectoriel. Les modèles (3) et (4) concernent l'influence de la raison du départ sur la probabilité d'observer une endogamie des élites, le modèle (4) incluant l'effet sectoriel.

La significativité des résultats est signalée par *** pour un seuil de 1%, ** pour 5% et * pour 10%.

Variable dépendante : Endo_élite = 1		N = 176			
	(1)	(2)	(3)	(4)	
Constante	-0,875 ***	-1,128	-1,466 ***	-1,545 **	
Type de succession					
Recrutement interne	-	-	-	-	
Succession familiale	-0,859	-0,594			
Recrutement externe	-0,080	-0,154			
Raison du départ					
Départ naturel	-	-	-	-	
Modification Gouv			0,532	0,253	
Départ provoqué			0,687	0,210	
Secteur d'activité	NON	OUI	NON	OUI	
<i>Pseudo-R²</i>	0,01	0,11	0,01	0,11	
<i>Pseudo-R² ajusté</i>	0,01	0,15	0,02	0,15	

Nous ne présentons pas l'équivalent du Tableau 32 étant donné l'absence de significativité des secteurs d'activités dans l'explication de la probabilité que Endo_élite = 1.

Tableau 35 : Tests de comparaison de moyenne

	Endo_stricte		Différences		Endo_large		Différences		Endo_élite		Différences	
	= 0	= 1	Moyenne	T-stat	= 0	= 1	Moyenne	T-stat	= 0	= 1	Moyenne	T-stat
Moyenne de diff_perf	0,212	0,146	0,066	0,394	-0,107	0,538	-0,644	-4,117**	0,147	0,345	-0,198	-1,245
N	80	25			59	46			76	29		

Tableau 36 : Effet de l'endogamie des dirigeants sur la performance de l'entreprise

Le tableau ci-dessous montre les résultats de la régression linéaire de l'endogamie des dirigeants sur la performance de la firme.

La variable dépendante *diff_perf* est la différence entre la moyenne centrée réduite sur l'échantillon du ROA trois ans après le changement de dirigeant et celle trois ans après le changement de dirigeant.

Endo_stricte est une variable binaire qui prend la valeur 1 si le dirigeant entrant a le même diplôme que le dirigeant sortant, 0 sinon. *Endo_large* est une variable binaire qui prend la valeur 1 si le dirigeant entrant a le même profil que le dirigeant sortant, 0 sinon. *Endo_élite* est une variable binaire qui prend la valeur 1 si le dirigeant entrant, ainsi que le dirigeant sortant, sont diplômés d'une école d'élite, 0 sinon.

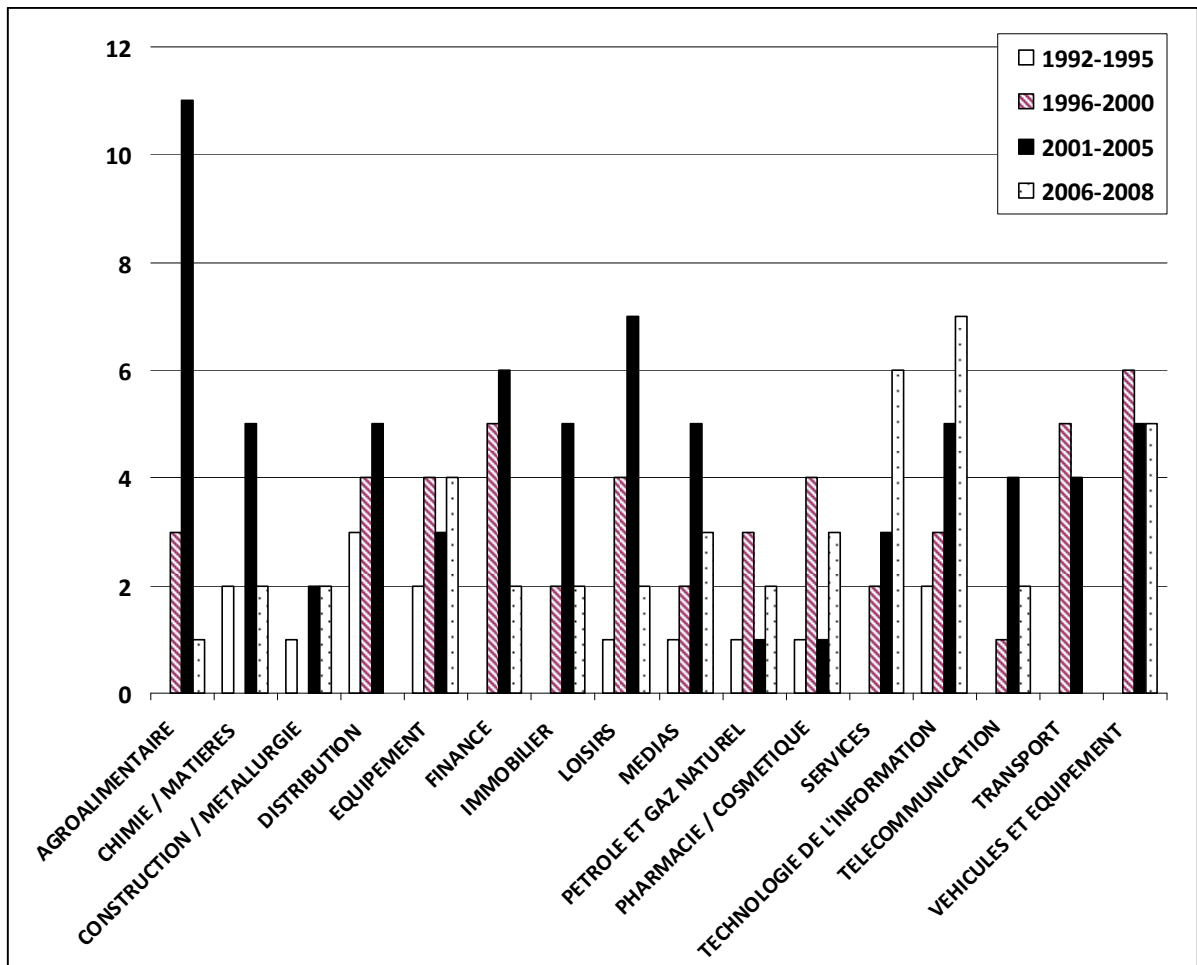
Les variables *Recrutement interne*, *Succession familiale* et *Recrutement externe* sont des variables *dummy* qui caractérisent le type de succession, *Recrutement interne* étant la variable indicatrice. La variable *recrutement* prend la valeur 1 si le nouveau dirigeant a été recruté en interne dans l'entreprise, 0 sinon ; la variable *Succession familiale* prend 1 si le dirigeant est issu de la famille fondatrice, 0 sinon et enfin la variable *Recrutement externe* prend la valeur 1 si le recrutement a été fait à l'extérieur de la firme, 0 sinon. Les variables *Départ naturel*, *Modification Gouv* et *Départ provoqué* sont des variables *dummy* qui caractérisent la raison du départ, *Départ naturel* étant la variable indicatrice.

Les modèles (1) et (2) concernent l'influence de l'endogamie stricte sur la performance de la firme, le modèle (1) considère le type de succession alors que le modèle(2) prend en compte la raison du départ du dirigeant. Les modèles (3) et (4) concernent l'influence de l'endogamie large sur la performance de la firme, le modèle (3) considère le type de succession alors que le modèle(4) prend en compte la raison du départ du dirigeant. Les modèles (5) et (6) concernent l'influence de l'endogamie des élites sur la performance de la firme, le modèle (5) considère le type de succession alors que le modèle(6) prend en compte la raison du départ du dirigeant.

La significativité des résultats est signalée par *** pour un seuil de 1%, ** pour 5% et * pour 10%.

Variable dépendante : <i>diff_perf</i>	N= 105					
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Constante	-0,360	-0,183	-0,467	-0,266	-0,348	-0,156
Similarité						
<i>Endo_stricte</i>	0,172	0,126				
<i>Endo_large</i>			0,406 **	0,405 **		
<i>Endo_élite</i>					-0,005	0,005
Type de succession						
<i>Recrutement interne</i>						
<i>Succession familiale</i>	0,181		0,220		0,221	
<i>Recrutement externe</i>	0,416		0,396		0,400	
Raison du départ						
<i>Départ naturel</i>						
<i>Modification Gouv</i>		-0,127		-0,160		-0,155
<i>Départ provoqué</i>		0,078		0,045		0,060
Secteur d'activité	OUI	OUI	OUI	OUI	OUI	OUI
R^2	0,27	0,26	0,30	0,29	0,27	0,25
R^2 ajusté	0,13	0,11	0,16	0,15	0,12	0,11

Graphique 2 : Répartition des turnovers en fonction des années par type de secteur d'activité



Annexe 3 : Définition des types d'endogamie pris en compte

Type d'endogamie	Lien entre le dirigeant entrant et le dirigeant sortant	Modalités retenues
Endogamie large	Même profil	Autodidacte - Commerce/Gestion/Administration - Scientifique
Endogamie stricte	Même diplôme	Autodidacte - ENA - IEP - Ingénieur - Université - X
Endogamie des élites	Un diplôme d'élite	Les écoles d'ingénieur *: Ecole Polytechnique - Ecole Centrale Paris - Ecole des Mines - Supelec - Ecole des Ponts Les écoles de commerce*: HEC - ESSEC - ESCP Europe - EM Lyon - EDHEC L'ENA

* Cinq premières écoles selon le classement L'Express 2010.

Annexe 4 : Récapitulatif des modèles testés

Estimation Logit	Modèl	Variables dépendantes
Prob (Endo_large) = 1	(1) (2) (3) (4)	X ENA HEC ; Rec_Int Suc_Fam Rec_Ext X ENA HEC ; Rec_Int Suc_Fam Rec_Ext ; X ENA HEC ; Dep_Nat Mod_Gouv Dep_Prov X ENA HEC ; Dep_Nat Mod_Gouv Dep_Prov;
Prob (Endo_stricte) = 1	(1) (2) (3) (4)	Rec_Int Suc_Fam Rec_Ext Rec_Int Suc_Fam Rec_Ext ; Sec_Activité Dep_Nat Mod_Gouv Dep_Prov Dep_Nat Mod_Gouv Dep_Prov; Sec_Activité
Prob (Endo_élite = 1	(1) (2) (3) (4)	Rec_Int Suc_Fam Rec_Ext Rec_Int Suc_Fam Rec_Ext ; Sec_Activité Dep_Nat Mod_Gouv Dep_Prov Dep_Nat Mod_Gouv Dep_Prov; Sec_Activité

Annexe 5 : Présentation des variables

Libellé variable	Variable	Description
Variables dépendantes		
Endogamie large	Endo_large	Variable dummy qui prend 1 si on observe une endogamie large, 0 sinon.
Endogamie stricte	Endo_stricte	Variable dummy qui prend 1 si on observe une endogamie stricte 0 sinon.
Endogamie des élites	Endo_élite	Variable dummy qui prend 1 si on observe une endogamie des élites 0 sinon.
Variables indépendantes		
Diplôme grande école X ENA HEC	X ENA HEC	Variable dummy qui prend 1 si le dirigeant remplacé est diplômé de polytechnique, 0 sinon. Variable dummy qui prend 1 si le dirigeant remplacé est diplômé de l'ENA, 0 sinon. Variable dummy qui prend 1 si le dirigeant remplacé est diplômé de HEC, 0 sinon.
Type de succession Recrutement interne Succession familiale Recrutement à l'externe	Rec_Int* Suc_Fam Rec_Ext	Variable dummy qui prend 1 s'il s'agit d'un recrutement interne, 0 sinon. Variable dummy qui prend 1 s'il s'agit d'une succession familiale, 0 sinon. Variable dummy qui prend 1 s'il s'agit d'un recrutement externe, 0 sinon.
Raisons du changement Départ naturel Modification du système de gouvernance Départ provoqué	Dep_Nat* Mod_Gouv Dep_Prov	Variable dummy qui prend 1 s'il s'agit d'un départ naturel, 0 sinon. Variable dummy qui prend 1 s'il s'agit d'une modification du système de gouvernance, 0 sinon. Variable dummy qui prend 1 s'il s'agit d'un départ provoqué, 0 sinon.
Influence sectorielle	Sec_Activité	Variable dummy qui prend 1 pour le secteur concerné, 0 sinon.

*Modalité de référence

Chapitre 3

L'"EFFET DIRIGEANT" SUR LA PERFORMANCE DES FIRMES FRANÇAISES : UNE APPROCHE REVISITEE

Chapitre 3 - L'"effet dirigeant" sur la performance des firmes françaises : une approche revisitée

Résumé

Ce chapitre s'intéresse à l'influence du dirigeant sur la performance de la firme et propose des éléments de réponse aux nombreux problèmes méthodologiques et d'interprétation mis en évidence par la littérature. Basées sur une régression hiérarchique, ce travail décompose la variance de la performance selon l'année, le secteur, la firme et le dirigeant ; l'« *effet du dirigeant* » étant la part de la variance de la performance expliquée par le dirigeant. Nous nous intéressons aux firmes cotées au SBF250 et nous montrons qu'il existe un « *effet dirigeant* » sur la performance comptable et boursière de la firme. Ce résultat rejette l'hypothèse selon laquelle les dirigeants sont substituables et corrobore l'idée qu'ils jouent un rôle prépondérant dans la création de valeur de la firme qu'ils dirigent.

Cet article a été présenté aux conférences suivantes :

- AFFI 2007 sur le thème "Ethique et Gouvernance", Université Montesquieu Bordeaux IV, 27-28-29 Juin 2007
- Conference on entrepreneurship "Entrepreneurship: New Stakes, New Behaviours", ISC Paris, 11 juin 2007
- 6ème Conférence Internationale de Gouvernance d'entreprise HEC Genève 21-22 mai 2007

Nous sommes reconnaissante pour tous les commentaires reçus.

L'"effet dirigeant" sur la performance des firmes françaises : une approche revisitée

“Le lien entre ce que l'on fait et les résultats obtenus est fragile. Des résultats décevants ne veulent pas toujours dire que les dirigeants ont commis des erreurs ; à l'inverse, de bons résultats ne veulent pas non plus toujours dire qu'ils ont agi brillamment. Mais quand les dés sont jetés, les meilleurs dirigeants agissent comme si le hasard ne jouait aucun rôle – tout est alors affaire de constance et de ténacité. »

Phil Rosenzweig, Les mirages du management ed. Vuibert, 2009

« Les entreprises qui jouissent de retours supérieurs à la normale le doivent peut-être au fait qu'elles avaient des idées et des compétences uniques quand elles ont choisi les stratégies qui génèrent les retours élevés dont elles bénéficient. Mais elles ont peut-être aussi eu de la chance. »

Barney (1986)

1. Introduction

De plus en plus, les firmes ne sont plus forcément dirigées par leur(s) propriétaire(s) mais par une personne recrutée pour ses qualités de manager (Berle et Means, 1932). La presse financière²⁷ et la littérature académique se sont souvent penchées sur la personnalité des dirigeants et les effets sur la situation de la firme qu'ils dirigent. La question de la légitimité des salaires attribués ou de la

²⁷ « Un président mélomane » *Le Monde*, 17 Janvier 2001.

« Un PDG qui assure » *Le Monde*, 19 Juin 2005.

« Un PDG rock star » *Le Monde*, 11 Novembre 2000.

révocation du dirigeant en cas de mauvaises performances prend alors toute son importance.

L'ambition de ce chapitre est d'évaluer la part de performance de la firme attribuable au dirigeant. Ainsi, nous vérifions si les dirigeants répondent à des critères homogènes les amenant à répondre similairement à leur environnement ou s'ils sont un réel vecteur de création de valeur pour la firme. Castanias et Helfat (1991) distinguent deux types de rente : les rentes « *providentielles* » qui sont les rentes indépendantes au dirigeant et les rentes « *managériales* » qui sont occasionnées par les compétences intrinsèques au dirigeant. En cas de mauvaise ou bonne performance, il est assez difficile de séparer la part de performance qui incombe à l'environnement de celle qui incombe au dirigeant. Cette distinction est accentuée par le phénomène d'asymétrie de l'information où les dirigeants ont tendance à s'attribuer les bonnes performances en se félicitant d'avoir choisi une stratégie adéquate et remettent les mauvaises performances sur le compte d'un environnement peu favorable ou d'un manque de chance (Clapham et Schwenk, 1991).

L'influence que le dirigeant exerce sur la performance de la firme dépend certes de ses compétences managériales, mais aussi de l'espace discrétionnaire qui lui est alloué (Hambrick et Finkelstein, 1987). Les dirigeants prennent leurs décisions en fonction de la pression exercée par les différents mécanismes de contrôle (Charreaux, 1994). Cependant, ces derniers arrivent à contourner les dispositifs de contrôle mis en place. Ainsi les actionnaires se demandent si le dirigeant a pour principale préoccupation la maximisation de la valeur de la firme et s'il détient les aptitudes pour la réaliser. La divergence potentielle entre les intérêts du dirigeant et ceux des actionnaires peut être néfaste pour l'entreprise et entraîner des coûts d'agence (Jensen et Meckling, 1976).

Les décisions prises par le dirigeant sont contrôlées par un conseil, et en principe elles ne découlent pas seulement de ce dernier mais sont prises de façon collégiale par lui-même et son équipe exécutive, avec l'aval du conseil d'administration ou de surveillance. Ce chapitre s'interroge sur le fait que la présence de mécanismes de surveillance et d'incitations disciplinant le dirigeant « neutralise » son effet sur la performance de l'entreprise dans le sens où ce dernier serait amené à prendre des décisions standardisées. Si tel est le cas, un effet propre au dirigeant n'est pas discernable. Nous définissons l'effet du dirigeant comme sa capacité à prendre des décisions qui influencent la performance des firmes. Il s'agira de regarder si, en intégrant les effets dus à l'environnement, les dirigeants ont un impact significativement différent les uns des autres sur la performance de leur entreprise.

A notre connaissance, assez peu d'études ont pour objet de mesurer l'impact du dirigeant sur la performance de la firme. La littérature s'est focalisée sur la relation entre la rémunération du dirigeant et la performance de la firme ou alors sur la réaction du marché à l'annonce d'un changement de dirigeant où l'attention est portée sur la variation de performance observée lors d'un changement de dirigeant. Notre préoccupation ici est différente. Nous testons si, sur le long terme, les dirigeants affichent une tendance qui les distingue significativement de leurs homologues.

Lieberson et O'Connor (1972) sont les premiers auteurs à s'être attachés à mesurer la part de performance attribuable au dirigeant. Leur travail a suscité quelques reproductions ainsi que de nombreuses critiques quant à la méthodologie employée (Weiner, 1978 ; Mahoney et Weiner, 1981 ; Thomas, 1988). Cette méthodologie consiste à mesurer la part de performance attribuable au dirigeant en contrôlant les effets dus à l'année, au secteur d'activité ainsi qu'à la firme. Les auteurs mesurent l'effet « dirigeant » en effectuant une régression hiérarchique

des variables binaires « année », « secteur », « firme » et « dirigeant » sur différents indicateurs de performance. Les effets dus à chaque variable sont mesurés par le gain de R^2 apporté par l'introduction d'une nouvelle variable dans le modèle. Les auteurs estiment que les variables « année », « secteur », « firme » et « dirigeant » expliquent respectivement 1,7 %, 28,5 %, 22,5 % et 14,5 % de la variance de la performance de la firme.

Weiner (1978) considère que les résultats de Lieberman et O'Connor (1972) ne sont qu'un « *artifice de l'ordre d'introduction des variables dans la décomposition de la variance* ». Afin de contourner les problèmes observés lors de l'analyse séquentielle, Mahoney et Weiner (1981) proposent une mesure de l'effet du dirigeant sur la performance de la firme en utilisant une analyse multivariée. Thomas (1988) démontre l'absence de pertinence des arguments mis en avant par Weiner (1978).

Wasserman, Nohria et Anand (2001) s'intéressent au contexte dans lequel le dirigeant a (ou non) un effet sur la performance de la firme en testant l'impact des opportunités et contraintes relatives à son environnement sur sa capacité à influencer la performance de l'entreprise. Cette étude nous montre que l'« *effet du dirigeant* » varie selon les caractéristiques de l'environnement dans lequel il évolue.

Plus récemment, Bertrand et Schoar (2003) s'intéressent au style de management des dirigeants et mesurent ses effets spécifiques sur la politique d'investissement et de financement, la stratégie organisationnelle et la performance de la firme. Leurs résultats montrent que les dirigeants réagissent différemment face à un contexte économique similaire. Dès lors, les dirigeants ne prennent pas de décisions « moyennes » mais des décisions dont ils sont réellement à l'initiative et qui peuvent être influencées par leur personnalité propre (volonté d'enracinement, excès de confiance, ...).

Pour répondre à la question de savoir si le dirigeant a un effet sur la performance de la firme, nous partons de la méthodologie initiée par Lieberman et O'Connor (1972). Néanmoins, cette approche ne permet pas de répondre directement à cette question. En effet, si la contribution de la variable *dirigeant* est significative, cela signifie que les dirigeants ne sont pas substituables, *a fortiori* ils ont donc un impact sur la performance de la firme. En revanche, si la contribution de la variable *dirigeant* est nulle (R^2 nul), cela ne nous permet pas d'affirmer que le dirigeant n'est pas responsable de la performance de la firme. Dans ce cas, nous pouvons seulement affirmer que les dirigeants sont substituables. Dès lors, nous pouvons envisager deux possibilités : 1) soit les dirigeants n'ont pas d'effet sur la performance de la firme, 2) soit ils ont un effet mais qui n'est pas décelable par cette méthode, ceci s'expliquant par le fait qu'il existe des situations où les bons (ou mauvais) dirigeants se succèdent.

L'objectif de ce chapitre est double : il s'agit de discuter et de traiter les différents problèmes méthodologiques liés à la spécificité de notre sujet et de proposer une étude pour le cas des firmes françaises. Ainsi, en considérant les changements de dirigeants des entreprises du SBF250 entre 1990 et 2008, nous montrons qu'il existe un effet propre au dirigeant sur la performance de la firme. Cet effet se manifeste différemment selon l'indicateur de performance pris en compte. Nous observons un effet important un à deux ans après la prise de décision pour la performance comptable et quasi instantané pour la performance boursière.

La section 2 porte sur la revue de la littérature à partir de laquelle sont mis en lumière les différents problèmes méthodologiques. Dans la section 3, nous discutons des principaux problèmes méthodologiques rencontrés dans la littérature pour proposer dans la section 4 notre modèle de recherche. Les hypothèses sont présentées dans la section 5. Une description de l'échantillon est détaillée dans la section 6 et la méthodologie est développée dans la section 7.

Les résultats sont traités dans la section 8 et enfin, nous apporterons quelques éléments de conclusion.

2. Revue de la littérature

Dans cette partie, nous nous intéressons à la littérature portant sur l'impact du dirigeant sur la valeur de l'entreprise. Nous nous concentrons sur les quelques études empiriques qui proposent une mesure de l'« effet dirigeant » sur la performance de la firme. Les travaux recensés, essentiellement traités par des spécialistes en sociologie ou en management, trouvent leur point de départ dans la méthodologie proposée par Lieberman et O'Connor (1972). Ces auteurs proposent une mesure de l'effet du dirigeant sur la performance de la firme par une analyse du R^2 en utilisant la méthode de la régression hiérarchique. Nous nous attacherons à présenter les principaux débats relevés autour de cette méthodologie.

2.1. L'influence du leader

A la question de savoir si le dirigeant a un impact sur la performance de l'entreprise, deux courants de pensée s'opposent.

Selon les partisans de « l'école des contraintes », le dirigeant est si contraint par son environnement qu'il n'a pas les moyens d'influencer significativement la performance de l'entreprise. Son action est freinée par des contraintes internes (politiques internes, investissements antérieurs, existence de systèmes de contrôle,...) et des facteurs externes (concurrence, barrières à l'entrée,...). Selon Hannan et Freeman (1989), « *les managers n'ont pas d'impact sur les propriétés de l'organisation* ». La mission du dirigeant est ainsi perçue comme un travail

d'adaptation aux contraintes imposées par le marché, un travail qui serait réalisé avec la même vision et les mêmes intérêts, quel que soit le dirigeant en place.

A l'inverse, les adeptes de « l'école du leadership » considèrent que le dirigeant est capable d'établir des stratégies en vue de surpasser ses concurrents face aux contraintes environnementales. Il est perçu comme celui qui détermine le succès de l'organisation « *pas seulement dans l'établissement de la structure mais aussi dans la façon de s'adapter aux caractéristiques de son environnement* » (Child, 1975).

« *Suivant l'environnement qui s'impose à lui, le dirigeant n'a pas le même pouvoir discrétionnaire* » (Pfeffer et Salancik, 1977). Les dirigeants adaptent la structure organisationnelle en réponse aux changements technologiques et environnementaux. Ils sont capables de manipuler les caractéristiques de l'environnement (Child, 1972). Le dirigeant a tendance à imposer son style mais son action est variable selon le contexte dans lequel il évolue. Plus récemment, Adams (2005), Almeida, et al. (2005) montrent que l'influence du dirigeant dépend de son pouvoir discrétionnaire ainsi que de l'interaction entre ses caractéristiques managériales et le contexte organisationnel.

La recherche ne s'intéresse pas uniquement à la performance individuelle des dirigeants d'entreprise, nous recensons en effet des études s'intéressant à d'autres catégories de dirigeants. Salancik et Pfeffer (1977) étudient les contraintes agissant sur le pouvoir discrétionnaire des administrateurs, plus particulièrement l'influence des maires sur les budgets alloués aux villes. En s'intéressant à 10 variables dépendantes, ils mesurent un effet individuel allant de 7 à 15 %. Les auteurs concluent à un effet des élus qui reste très dominé par les contraintes environnementales.

Alexander, Carson et Smith (1984) traitent le cas peu commun de l'évaluation de l'impact des chefs d'église sur l'évolution de leur institution. La méthodologie employée est différente car elle ne s'appuie pas sur une analyse transversale mais longitudinale. Partant d'une liste des personnalités ayant exercé une fonction ecclésiastique à responsabilités pendant au moins vingt ans, les auteurs étudient non pas l'impact de différents leaders au sein d'une même structure mais la persistance des performances réalisées par un individu au sein de différents établissements. La particularité des individus choisis est qu'ils sont soumis à des mandats d'une durée moyenne de cinq ans, ce qui permet de les observer dans plusieurs organisations. Selon les auteurs, il existe un effet du dirigeant constant d'une structure à une autre. De plus, il semblerait que la succession en elle-même ne crée pas de rupture dans la performance. Leurs résultats sont en faveur d'un style persistant du leader.

Enfin, Chevalier et Ellison (1999) se sont intéressés à la performance des gérants de fonds en montrant qu'il existait une catégorie de dirigeants affichant de meilleures performances. Pour cela, ils testent l'existence de différences de performance significatives selon l'âge du gérant, selon le fait qu'il détienne un MBA et selon le niveau de l'établissement d'origine.

2.2. Débats autour de la méthodologie employée

S'appuyant sur une méthode de décomposition de la variance, Lieberman et O'Connor (1972) mesurent l'impact du dirigeant sur la performance de la firme en intégrant les contraintes économiques. Le contexte économique est caractérisé, dans cet ordre, par trois variables : l'année, qui sert à intégrer les phénomènes macro-économiques (inflation, régulation/dérégulation, crises, ...), le secteur industriel (barrières à l'entrée, concurrence,...) et la firme (image de marque, emplacement géographique,...). En utilisant le résultat net, le chiffre d'affaires et la

rentabilité économique, les auteurs mesurent un effet dirigeant responsable, respectivement, de 7,5 %, 6,5 % et 14,5 % de chacun des indicateurs de performance cités (Tableau 37). S'appuyant sur ces résultats, ils concluent qu'il existe un effet marginal du dirigeant qui reste dominé par les effets sectoriels et organisationnels.

Weiner (1978) considère que les résultats de Lieberman et O'Connor (1972) ne sont « *qu'un artifice de l'ordre dans lequel les variables ont été introduites* ». Alors que Lieberman et O'Connor (1972) introduisent le *leadership* en dernier dans la décomposition de variance, Weiner (1978) fait l'expérience d'insérer cette variable en premier. Les résultats obtenus lui permettent de montrer que dans le même ordre, les chiffres sont assez en accord avec l'étude originale (Tableau 37) alors que lorsque l'ordre est modifié, ils ne sont plus du tout cohérents. Lorsque le vecteur « dirigeant » est introduit en premier, la majeure partie de la variance de la performance se voit attribuée à l'effet du dirigeant (en moyenne 89 %).

Pour contourner le problème dû à l'introduction séquentielle des variables, Weiner et Mahoney (1981) utilisent une analyse multivariée simultanée²⁸. S'agissant du choix des indicateurs de performance, Mahoney et Weiner (1981) remarquent que le résultat net n'est pas un indicateur de performance pertinent car il est à mettre en rapport avec la taille de l'entreprise. Toutefois, par souci de comparaison avec les résultats de Lieberman et O'Connor (1972), ils conservent cette variable. Ils préfèrent la rentabilité économique qui permet de gommer l'effet de taille et donc la comparaison d'entreprises d'envergure différente. La troisième mesure de la

²⁸ L'effet « année » est remplacé par le PIB, l'effet « secteur » par les ventes industrielles et la concentration industrielle, et l'effet « firme » par la taille de la firme, l'intensité capitaliste et l'endettement. Cette méthode a pour but d'évaluer l'impact du dirigeant non pas en capturant au fur et à mesure les effets fixes relatifs à l'environnement mais en les contrôlant de façon simultanée.

performance, le cours des actions, a l'avantage de refléter de façon instantanée la performance de l'entreprise²⁹.

Thomas (1988) discute principalement des études de Lieberman et O'Connor (1972), Weiner (1978), Weiner et Mahoney (1981). L'auteur conclut que, compte tenu de la variable rentabilité (la seule commune aux trois études), les trois études aboutissent en fait à la même conclusion : « *les variables environnementales expliquent une grande partie de la variance, le dirigeant n'ayant qu'un faible effet sur les performances* ». Cette étude souligne le fait que la faiblesse de la méthodologie de Lieberman et O'Connor (1972) attribuée à l'ordre d'introduction des variables n'est pas fondée. Pour illustrer son idée, l'auteur présente notamment l'intérêt d'introduire la variable « année » en premier. Cette variable, qui capture en partie les effets macroéconomiques, permet de comparer l'impact des dirigeants mesuré à des périodes différentes. En effet, ne pas « gommer » au préalable les variations de performance, dues à l'inflation par exemple, serait une approche trompeuse car cela nous conduirait à conclure que les dirigeants qui sont en poste durant une période de forte croissance (respectivement crise économique) sont plus compétitifs (respectivement moins compétitifs) que les autres. Le bien-fondé de l'ordre des variables établi par Lieberman et O'Connor (1972) est également conforté par l'idée que l'action d'un dirigeant est fortement limitée par les caractéristiques de l'entreprise. Nous ne pouvons donc pas mesurer la performance attribuable au dirigeant sans, au préalable, contrôler les effets spécifiques aux particularités de la firme.

Le problème suivant, soulevé également par Weiner (1978) et Salancik et Pfeffer (1977), concerne l'influence de la composition de l'échantillon. Selon eux, l'effet significatif des variables environnementales risque d'être fortement influencé par

²⁹ Le même problème de comparaison entre les entreprises se pose car cet indicateur n'est pas normalisé.

les caractéristiques de la période étudiée, le degré d'hétérogénéité des entreprises sélectionnées et la composition des secteurs qui composent l'échantillon. Par exemple, si la performance de toutes les entreprises ne varie pas significativement certaines années, l'effet dû à l'année risque d'être nul. De même, si les entreprises présentes dans l'échantillon sont assez homogènes, l'effet attribuable aux spécificités de l'entreprise sera négligeable. A partir de là, les auteurs s'attendent à un effet managérial pouvant osciller entre 0 et 100 %³⁰.

Faisant peu état des débats autour de la méthodologie à employer, Wasserman, Nohria et Anand (2001) tentent de répondre à une question différente qui n'est plus de savoir quelle est l'importance de l'effet dirigeant sur la performance de la firme mais de déterminer le contexte qui permet au dirigeant de se démarquer davantage en termes de performance. Les auteurs utilisent deux indicateurs de performance : le ROA (*Return On Asset*) et le Q de Tobin. Il s'agit d'indicateurs plus pertinents puisqu'ils permettent de comparer directement les entreprises³¹. Leurs résultats (Tableau 37) nous indiquent un effet du dirigeant s'élevant à 14,7 %, ce qui reste en accord avec les résultats de la littérature antérieure. La deuxième étape de leur étude consiste à expliquer la part de performance attribuable au dirigeant par des variables caractérisant l'environnement. Pour mesurer l'environnement, les auteurs distinguent les effets du secteur industriel, la disponibilité des ressources et la fréquence des opportunités. La logique du premier facteur est que certains secteurs ont des caractéristiques qui offrent plus de marge de manœuvre au dirigeant que d'autres. La disponibilité des ressources permet de saisir une opportunité plus facilement et laisse au dirigeant l'occasion de réaliser des opérations qui influencent la performance. Enfin, les auteurs

³⁰ Mesurer des effets environnementaux quasi nuls n'est pas gênant mais cela signifie que les dirigeants travaillent dans un environnement similaire, dans ce cas même cela n'a pas d'incidence sur l'amplitude de l'effet du dirigeant.

³¹ Seul le Q de Tobin sera conservé pour la suite de leurs analyses car il conduit à un modèle ayant un meilleur pouvoir explicatif de la performance (67 % contre 49 % pour le ROA).

supposent que la rareté des opportunités joue en faveur d'une démarcation stratégique pour le dirigeant. Selon eux, si, dans un contexte de forte croissance, un dirigeant rate une opportunité, il aura l'occasion d'en saisir une autre rapidement. En revanche, si les opportunités sont rares, saisir une opportunité permet de se démarquer significativement par rapport aux entreprises concurrentes. A l'inverse, l'idée que l'accumulation des opportunités saisies dans un contexte de forte croissance permet aux dirigeants de se démarquer des autres peut être valable. La significativité des résultats obtenus autorise les auteurs à valider l'hypothèse qu'un environnement économique caractérisé par de rares opportunités conduit les dirigeants à se démarquer plus facilement³².

³² Les tests de robustesse ainsi que l'importance de l'échantillon étudié (531 entreprises réparties en 42 secteurs d'activité pendant 18 ans) confirment la fiabilité de ces résultats.

Tableau 37 : Résultats présentés par les principales études

		Année	Secteur	Entreprise	Dirigeant	Variance totale
Liebertson et O'Connor (1972)	Résultat net	1,7 %	18,7 %	67,7 %	7,5 %	95,6 %
	CA	3,1 %	23,0 %	64,8 %	6,5 %	97,4 %
	Rentabilité	1,8 %	28,5 %	22,6 %	14,5 %	67,4 %
Weiner (1978)	Résultat net	1,9 %	25,3 %	50,7 %	16,1 %	94,0 %
	CA	2,6 %	22,9 %	47,7 %	19,0 %	92,2 %
	Rentabilité	2,4 %	20,5 %	45,8 %	8,7 %	77,4 %
Weiner et Mahoney (1981)	Résultat net	PIB	Ventes industrielles Concentration du Secteur	Taille de la firme Intensité capitalistique	Endettement Part des gains 12,8 %	92,4 %
	Rentabilité	PIB	Ventes industrielles Concentration du Secteur	Taille de la firme Intensité capitalistique	Endettement Part des gains 43,9 %	54,5 %
	Cours	PIB	Ventes industrielles Concentration du Secteur	Taille de la firme Intensité capitalistique	Endettement Part des gains 47,0 %	58,6 %
Thomas (1988)	Résultat net	4,1 %	-	89,6 %	3,9 %	97,6 %
	CA	16,7 %	-	72,7 %	7,0 %	96,4 %
	Rentabilité	5,6 %	-	83,2 %	5,7 %	94,5 %
Wasserman , Nohria et Anand (2001)	Q de Tobin	5,2 %	15,5 %	32,8 %	13,5 %	67,0 %
	ROA	2,6 %	6,3 %	25,5 %	14,7 %	49,1 %
Mackey (2005)	ROA	0,7 %	6,2 %	7,9 %	29,2 %	43,9 %

3. Discussions autour des problèmes méthodologiques observés

Dans cette partie, nous discutons les problèmes traités par la littérature concernée. Nous irons au-delà en soulevant des questions qui, à notre connaissance, n'ont jamais été évoquées dans les études recensées sur le sujet.

3.1. L'ordre d'introduction des variables

Cette partie reprend la remarque établie par Weiner (1978) qui remet en cause les résultats de Lieberman et O'Connor (1972) signifiant qu'ils sont dépendants de l'ordre d'introduction des variables dans la régression hiérarchique. Il est clair que, compte tenu de la colinéarité parfaite des variables explicatives, nous ne pouvons rejeter l'importance de l'ordre d'introduction des différentes variables dans le modèle. En nous référant au Schéma 1, nous voyons que les variables sont distinguées par des découpages successifs de vecteurs. Ainsi, les vecteurs intitulés « secteur » (A) sont la somme de vecteurs « entreprises » (Ent.1 + Ent.2) qui eux même sont la somme de vecteurs « dirigeant » (Ent.1 = Dir.X1 + Dir.X2 et Ent.2 = Dir.Y1 + Dir.Y2 + Dir.Y3).

L'intérêt de cette méthodologie est de tester si un découpage supplémentaire contribue à expliquer davantage la performance de l'entreprise. Il est alors logique d'introduire les variables dans l'ordre dans lequel elles ont été découpées. Prendre en compte la variable « dirigeant » en premier comme l'a fait Weiner (1978) n'a pas d'intérêt car il s'agit du niveau d'analyse le plus fin, en effet cette variable intègre déjà l'information contenue dans les vecteurs « secteur » et « entreprise ».

Schéma 1 : Représentation synthétique de la décomposition des vecteurs

Années	Entreprises	Dirigeants	Sect. A	Ent. 1	Ent. 2	Dir. X1	Dir. X2	Dir. Y1	Dir. Y2	Dir. Y3
2004	Ent. 1	Dir. X1	1	1	0	1	0	0	0	0
2003	Ent. 1	Dir. X1	1	1	0	1	0	0	0	0
2002	Ent. 1	Dir. X1	1	1	0	1	0	0	0	0
2001	Ent. 1	Dir. X1	1	1	0	1	0	0	0	0
2000	Ent. 1	Dir. X1	1	1	0	1	0	0	0	0
1999	Ent. 1	Dir. X1	1	1	0	1	0	0	0	0
1998	Ent. 1	Dir. X2	1	1	0	0	1	0	0	0
1997	Ent. 1	Dir. X2	1	1	0	0	1	0	0	0
1996	Ent. 1	Dir. X2	1	1	0	0	1	0	0	0
⋮	Ent. 1	Dir. X2	1	1	0	0	1	0	0	0
1990	Ent. 1	Dir. X2	1	1	0	0	1	0	0	0
2004	Ent. 2	Dir. Y1	1	0	1	0	0	1	0	0
2003	Ent. 2	Dir. Y1	1	0	1	0	0	1	0	0
2002	Ent. 2	Dir. Y1	1	0	1	0	0	1	0	0
2001	Ent. 2	Dir. Y1	1	0	1	0	0	1	0	0
2000	Ent. 2	Dir. Y2	1	0	1	0	0	0	1	0
1999	Ent. 2	Dir. Y2	1	0	1	0	0	0	1	0
1998	Ent. 2	Dir. Y2	1	0	1	0	0	0	1	0
1997	Ent. 2	Dir. Y2	1	0	1	0	0	0	1	0
1996	Ent. 2	Dir. Y3	1	0	1	0	0	0	0	1
⋮	Ent. 2	Dir. Y3	1	0	1	0	0	0	0	1
1990	Ent. 2	Dir. Y3	1	0	1	0	0	0	0	1

Le schéma reprend un exemple d'extrait de base de données, il représente la composition des vecteurs pour deux entreprises appartenant au secteur A. On observe un changement de dirigeant pour la première entreprise et deux pour la seconde.

3.2. L'absence de changement de dirigeant

Il est essentiel d'aborder un point qui, malgré les nombreuses critiques avancées, n'a pas été soulevé : la sélection de l'échantillon. Aucune étude publiée ne précise si l'échantillon étudié ne contient que des entreprises présentant au moins un changement de dirigeant durant la période d'étude. Si cette condition n'est pas respectée, il est alors impossible de dissocier l'effet du dirigeant de celui de la firme. Le Schéma 2 illustre le cas d'une entreprise pour lequel on n'observe pas de changement de dirigeant (Ent.1) et celui pour lequel on observe un changement de dirigeant (Ent.2).

Schéma 2 : Comparaison synthétique entre le cas d'une absence de changement de dirigeant et celui avec un changement de dirigeant

			Ent. 1	Ent. 2	Dir. X	Dir. Y	Dir. Z
2004	Ent.1	Dir. X	1	0	1	0	0
2003	Ent. 1	Dir. X	1	0	1	0	0
2002	Ent. 1	Dir. X	1	0	1	0	0
2001	Ent. 1	Dir. X	1	0	1	0	0
2000	Ent. 1	Dir. X	1	0	1	0	0
⋮	⋮	⋮	1	0	1	0	0
1990	Ent. 1	Dir. X	1	0	1	0	0
2004	Ent. 2	Dir. Y	0	1	0	1	0
2003	Ent. 2	Dir. Y	0	1	0	1	0
2002	Ent. 2	Dir. Y	0	1	0	1	0
2001	Ent. 2	Dir. Z	0	1	0	0	1
2000	Ent. 2	Dir. Z	0	1	0	0	1
⋮	⋮	⋮	0	1	0	0	1
1990	Ent. 2	Dir. Z	0	1	0	0	1

Dans le cas d'une absence de changement de dirigeant, le vecteur « entreprise » (Ent.1) est égal au vecteur « dirigeant » (Dir.X) alors que dans le cas de la

deuxième entreprise nous observons bien une décomposition du vecteur « entreprise » (Ent.2) en deux vecteurs « dirigeant » (Dir.Y et Dir.Z). Pour le premier cas, nous ne pouvons dissocier l'impact de la firme de celui du dirigeant, le R^2 *dirigeant* est donc nul dans ce cas-là. Les résultats présents dans la littérature (Tableau 37) ont donc été fortement affaiblis par la prise en compte d'entreprises de ce type³³.

3.3. La colinéarité parfaite

Mackey (2005) souligne le problème de la colinéarité parfaite des vecteurs « secteur », « entreprise » et « dirigeant ». Le schéma 1 met en évidence les combinaisons linéaires qui existent entre ces vecteurs. De ce fait, l'auteur construit un échantillon qui ne comporte que des entreprises présentant un dirigeant ayant occupé le poste de dirigeant dans au moins une autre entreprise de l'échantillon durant la période d'étude. En respectant cette condition, Mackey (2005) réussit à supprimer la colinéarité qui existe entre les vecteurs « entreprise » et « dirigeant ». Cependant, l'auteur ne traite pas les problèmes de colinéarité parfaite qui existe entre les vecteurs « secteur » et « entreprise ». Il est en effet difficile de poser la condition qu'une entreprise fasse partie de deux secteurs présents dans l'échantillon.

La colinéarité parfaite des vecteurs n'est pas gênante pour la décomposition de la variance, elle l'est uniquement pour l'estimation des coefficients. Cette dernière ne nous préoccupe pas car nous ne sommes pas intéressée par l'estimation des coefficients des vecteurs mais par l'apport explicatif de chacune des variables³⁴. De

³³ Nous notons un effet dirigeant largement supérieur (29.2 % contre 14.7 % pour Barat, Nohria et Wasserman, 2001) pour Mackey (2005) qui a respecté la contrainte d'échantillonnage de la méthode.

³⁴ Pour obtenir les coefficients des variables, il suffit de ne pas prendre en compte dans la régression les vecteurs qui peuvent s'écrire comme une combinaison linéaire des autres. Les coefficients de ces derniers sont obtenus grâce aux coefficients des autres vecteurs à partir des combinaisons linéaires.

plus, la contrainte imposée par Mackey (2005) réduit très fortement la taille de notre échantillon.

3.4. La composition et le découpage de l'échantillon

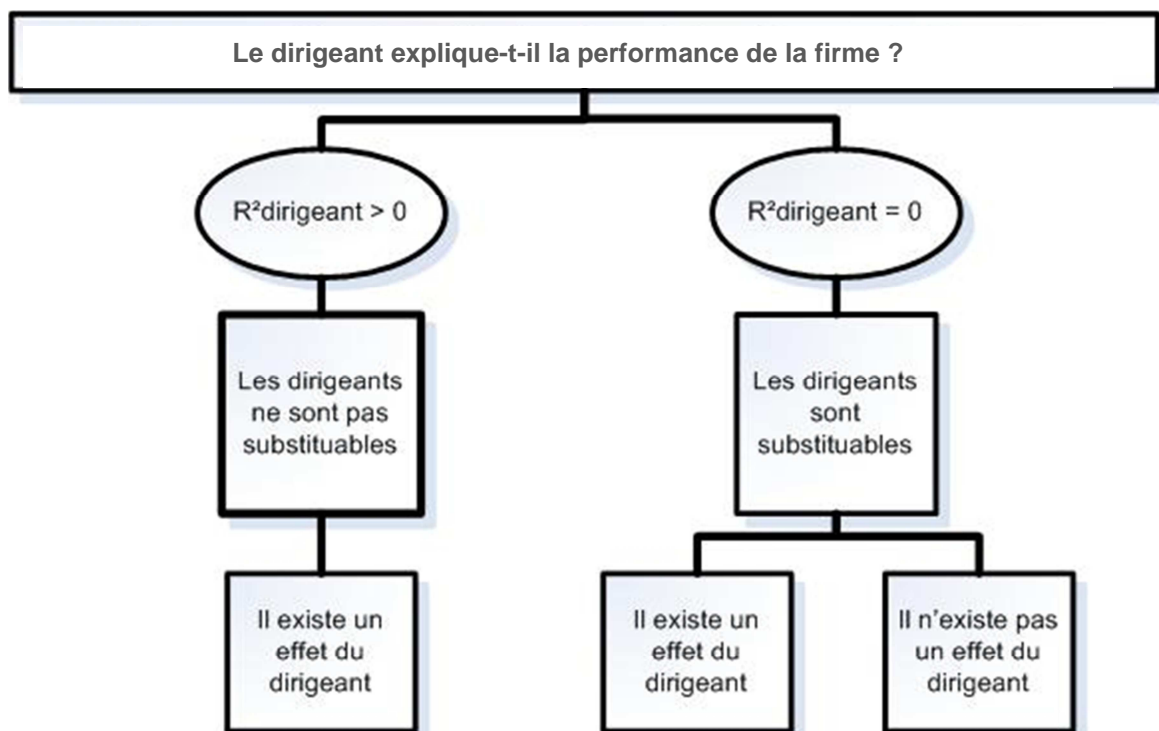
Weiner (1978) et Salancik et Pfeffer (1977) notent que la composition de l'échantillon a un impact sur les résultats. Ceci ne pose pas de problème quant à l'évaluation de la part de performance attribuable au dirigeant car mesurer des effets environnementaux quasi nuls n'empêche pas de mesurer la part de variance due au dirigeant. Cela veut simplement dire qu'ils travaillent dans des environnements similaires.

De plus, il existe plusieurs classifications sectorielles et donc plusieurs façons de regrouper les entreprises. La part de variance attribuable au secteur d'activités dépend fortement de la classification choisie. Notons que le choix du secteur industriel n'affecte en rien le calcul de l'effet du dirigeant. En effet, les vecteurs « secteur » et « entreprise » étant parfaitement colinéaires, ce qui n'est pas capté par l'effet secteur le sera par l'effet « entreprise ». Le vecteur « secteur » n'est qu'un niveau intermédiaire pour contrôler les effets environnementaux et nous pouvons même supprimer ce niveau d'analyse pour mesurer l'effet du dirigeant. Par souci de comparaison avec les résultats présentés dans la littérature, nous aurions voulu conserver ce niveau d'analyse mais nos données ne nous le permettent pas. En effet, pour s'intéresser au niveau sectoriel, il faudrait ne conserver que les secteurs qui sont suffisamment représentés.

4. Cadre hypothétique

Dans leurs exposés, les auteurs considèrent qu'un R^2 dirigeant significativement positif indique que le dirigeant a un effet sur la performance de la firme et que dans le cas contraire (un R^2 dirigeant nul), cela signifie que le dirigeant n'a pas d'effet sur la performance de la firme. Or, un R^2 nul ne suffit pas pour infirmer l'hypothèse selon laquelle le dirigeant n'a pas d'effet sur la performance de la firme. Ce résultat montre que les dirigeants sont substituables. Dans ce cas, ils peuvent en effet ne pas avoir d'impact sur la performance de la firme ou alors ils ont un effet sur la firme mais qui n'est pas discernable d'un dirigeant à l'autre : de bons (mauvais) dirigeants succèdent à de bons (mauvais) dirigeants.

Figure 4 : Présentation du cadre hypothétique



La Figure 4 montre l'impact du cadre hypothétique qui n'a pas été formalisé par la littérature. Nous voyons plus clairement pourquoi un R^2 nul ou faible ne suffit pas pour rejeter l'hypothèse d'un effet du dirigeant sur la performance de la firme. Cette remarque permet de relativiser les propos tenus quant à l'importance du R^2 traduit comme une variable binaire « le dirigeant est responsable de la performance de la firme »/« le dirigeant n'est pas responsable de la performance de la firme ».

5. Hypothèses

Lorsqu'il y a séparation entre propriétaires et gestionnaires, les actionnaires d'une entreprise confient leur capital à une équipe de direction et, en échange d'une rémunération, espèrent une forte contribution de sa part. Le dirigeant est la première cible en cas de défaillance de l'équipe de direction. Dès que l'entreprise n'est plus performante, les détenteurs du capital envisagent la révocation du dirigeant (Braumin, Fredrickson et Hambrick, 1988). A l'inverse, durant les périodes performantes, les actionnaires ont tendance à penser que les gains observés sont le fruit d'un savoir-faire irremplaçable de leur dirigeant et donc envisagent de lui attribuer une part de cette performance (Haubrich, 1999).

Les caractéristiques démographiques (âge, religion, sexe, ...) ainsi que la position socio-économique influencent non seulement le comportement individuel mais aussi les décisions dans l'entreprise (Davidson, Nemec et al., 2006). Les dirigeants sont assez hétérogènes, notamment par leurs diplômes. Certains dirigeants sont issus de formation scientifique et d'autres ont suivi un parcours en économie et/ou gestion. Ils n'ont pas été exposés aux mêmes types d'enseignements et de problématiques. Ainsi, nous pouvons nous attendre à des orientations différentes dans la façon de gérer les actifs de la firme. Egalement, la variété des formations

des dirigeants offre la perspective de réseaux relationnels multiples, notamment ceux les réseaux associés à l'ENA ou à Polytechnique en France. Appartenir à un réseau peut influencer également les décisions prises par le dirigeant. Par exemple, un dirigeant énarque aura une marge de manœuvre un peu plus aisée s'il a des relations avec quelques hauts fonctionnaires capables d'assouplir certaines contraintes ou de lui fournir des informations privées ou en avant-première. Il faut aussi intégrer l'importance de l'âge du dirigeant qui, généralement corrélé avec son ancienneté dans le poste, joue sur son aversion au risque, son horizon temporel ainsi que ses aspirations professionnelles (Hambrick et Fukotomi, 1991).

A travers la mise en évidence de biais et d'heuristiques de comportement, la finance comportementale a démontré la rationalité limitée des agents économiques. La personnalité du dirigeant (aversion vis-à-vis du risque, volonté d'enracinement, ...) ainsi que les facteurs personnels (mariage, divorce, décès, naissance, maladie, ...) vont influencer les décisions du dirigeant. La Figure 5 illustre comment, compte tenu du contexte, les facteurs psychologiques ainsi que l'expérience du dirigeant influencent son comportement et en conséquence la performance de la firme. Par ailleurs, le caractère opportuniste de certains dirigeants peut les conduire à profiter de leur position pour se laisser aller à une utilisation personnelle des actifs de l'entreprise ou à investir dans des projets destinés à leur procurer une meilleure assise dans l'entreprise. Cette utilisation personnelle est fonction du caractère du dirigeant, des informations dont disposent ceux qui ont le contrôle et de leur capacité à sanctionner.

Ces différents éléments nous permettent de corroborer l'idée selon laquelle les dirigeants ne sont pas substituables. Ce sont des individus idiosyncratiques qui ne sont pas formatés pour réagir de la même façon face à la complexité du paysage économique. Nous posons donc l'hypothèse suivante :

Hypothèse 1 : *Il existe un « effet dirigeant » sur la performance de la firme.*

Le dirigeant est amené à prendre des décisions à long terme (projets d'investissement, fusions/acquisitions, ...) qui influencent la performance au bout d'un temps plus ou moins long. Les propos suivants recueillis auprès de Christian Streiff (ex PDG de Peugeot)³⁵ illustrent très bien cet argument :

« Quand vous investissez, vous avez deux ans souvent trois entre le moment où vous avez pensé quelque chose et où vous avez une réalité commerciale. Pour savoir si ça a été bon ou pas, ça fait cinq ans. Ce n'est pas au bout de cinq ans que la bourse vous juge [...]. Les voitures que je vends, elles ont été pensées il y a trois, quatre, cinq ans ».

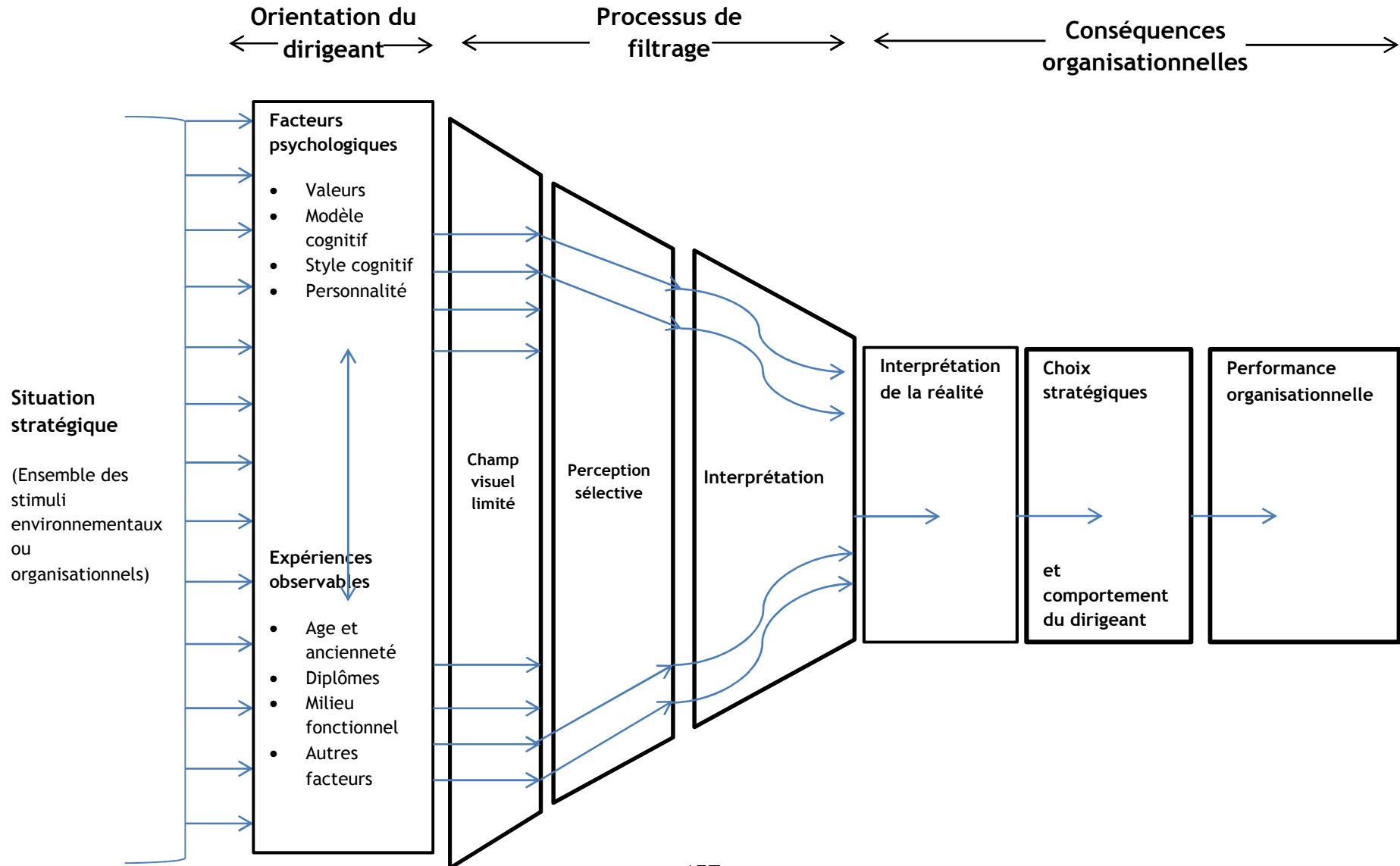
On suppose ainsi que l'impact du dirigeant sur la performance comptable de la firme est décalé dans le temps. En revanche, nous nous attendons à plus de réactivité au niveau de l'impact des décisions prises par le dirigeant sur la performance boursière. Nous pouvons donc formuler les deux hypothèses suivantes :

Hypothèse 2 : *Le dirigeant a un effet décalé sur la performance comptable de la firme.*

Hypothèse 3 : *Le dirigeant a un effet immédiat sur la performance boursière de la firme.*

³⁵ Le nouveau visage des patrons du CAC 40, « Le dirigeant au cœur de la gouvernance des entreprises » (Eric Lamarque) p. 61.

Figure 5 : Les choix stratégiques sous la rationalité limitée : la construction de la réalité du dirigeant (Finkelstein, Hambrick et Cannella, 2009)



6. Description de l'échantillon

Pour la partie empirique de cette étude, nous nous intéressons aux grandes entreprises industrielles et commerciales cotées en bourse sur la place parisienne. L'échantillon contient les entreprises cotées au SBF250 pour lesquelles est observé au moins un changement de dirigeant entre 1990 et 2005. De plus, le dirigeant doit être présent pendant au moins deux ans (minimum requis pour avoir une mesure de variance intra-dirigeant). En raison de leurs particularités financières, nous n'avons pas pris en compte les banques et les entreprises appartenant aux secteurs de l'assurance. Compte tenu des critères de sélection ainsi que de la disponibilité des données, l'échantillon obtenu contient 81 entreprises et 186 dirigeants, soit en moyenne 2,4 dirigeants par firme. Les échantillons suivants (lag1, lag2 et lag3) comportent respectivement 70, 64 et 54 entreprises (2,3 dirigeants en moyenne par firme). Ceci s'explique par le fait que lorsque nous remontons le vecteur *dirigeant* d'une ligne à chaque fois, certaines entreprises sont exclues car elles ne sont alors plus conformes aux exigences requises pour l'étude (dirigeant présent une seule année, voire disparition du changement de dirigeant).

Les études américaines portent sur le CEO (Chief Executive Officer) dont l'équivalent en français est le Directeur Général. La correspondance n'est pas directe entre ces deux titres. En France, il est courant de cumuler les postes de Président et de Directeur Général tandis qu'aux Etats-Unis, ces deux fonctions sont assurées par des personnes distinctes. Nous retiendrons le PDG, le président du directoire pour les sociétés à conseil de surveillance et le directeur général lorsqu'il s'agit d'une société gérée par conseil d'administration.

A l'aide de la base Who's Who, des bulletins officiels et des articles de presse, nous avons recensé tous les dirigeants présents durant la période étudiée pour notre échantillon d'entreprises. Les données financières proviennent de Fininfo.

7. Méthodologie

La régression hiérarchique consiste à introduire les variables explicatives selon un ordre déterminé par la relation qui existe entre les variables. La variance commune à plusieurs variables est attribuée séquentiellement selon l'ordre d'entrée des variables. On cherche à estimer quelle est la part de prédiction ajoutée par une variable au-delà des autres variables déjà dans l'équation. Ce type de régression permet de connaître la contribution ajoutée d'une ou de plusieurs variables.

La première partie de l'étude consiste à évaluer la part de la variance de la performance attribuable au dirigeant. Pour capter les effets dus à l'année, à l'entreprise et au dirigeant, nous avons créé pour chacune des variables autant de variables discrètes qu'il y a de modalités.

Afin de calculer la part de performance attribuable à chacune des variables, nous utilisons une régression hiérarchique des variables « année », « entreprise » et « dirigeant » sur les indicateurs de performances. La méthode consiste à intégrer dans un premier temps la variable « année » afin de capter une part des effets fixes qui lui sont dus. A l'issue de cette première régression, nous obtenons un premier R^2 ($R^2_{année}$), lequel représentera la part de performance attribuable aux effets de l'année. La deuxième étape consiste à réitérer la régression avec cette fois-ci les variables « année » et « entreprise ». Nous obtenons un R^2 auquel nous soustrayons le $R^2_{année}$ pour obtenir le $R^2_{entreprise}$. En poursuivant le même raisonnement nous obtenons le $R^2_{dirigeant}$.

$$\begin{aligned}
 \text{Perf} &= f(\text{année}) && \Rightarrow \underline{R^2_{année}} && = R^2 \\
 \text{Perf} &= f(\text{année, entreprise}) && \Rightarrow \underline{R^2_{entreprise}} && = R^2 - R^2_{année} \\
 \text{Perf} &= f(\text{année, entreprise, dirigeant}) && \Rightarrow \underline{R^2_{dirigeant}} && = R^2 - R^2_{année} - R^2_{entreprise}
 \end{aligned}$$

Afin de mesurer l' « effet dirigeant » à travers le temps, nous avons créé un effet retard de la variable dirigeant. Ainsi, nous testons si le dirigeant a un effet sur la performance observée après son départ. Nous avons ainsi constitué 4 échantillons lag0, lag1, lag2 et lag3 qui correspondent respectivement à un effet retard de la variable *dirigeant* de 0, 1, 2 et 3 ans.

$$\text{Perf} = f(\text{année}) \quad \Rightarrow \quad R^2_{\text{année}} = R^2$$

$$\text{Perf} = f(\text{année, entreprise}) \quad \Rightarrow \quad R^2_{\text{entreprise}} = R^2 - R^2_{\text{année}}$$

$$\text{Perf} = f(\text{année, entreprise, dirigeant lag}j) \quad \Rightarrow \quad R^2_{\text{dirigeant}} = R^2 - R^2_{\text{année}} - R^2_{\text{entreprise}}$$

avec j le niveau de retard de la variable *dirigeant*.

7.1. Variables dépendantes

Pour tester l'influence du dirigeant sur la performance de la firme, nous utilisons trois indicateurs de performances : le ROA, le Q de Tobin et le ratio Market to Book.

7.1.1. La rentabilité économique (ROA)

Le ROA est le rapport entre le résultat d'exploitation après impôt sur l'actif économique. Il nous indique les gains générés par les investissements réalisés par l'entreprise. Ce rapport sert surtout à comparer l'efficacité d'une firme par rapport à ses concurrents. Cet indicateur est assez classique dans les études faisant intervenir une évaluation de la performance. Cette mesure de performance risque d'être influencée par les manipulations comptables opérées par le dirigeant³⁶. Différencier l'effet dirigeant sur la performance comptable de la firme de l'influence du dirigeant sur la gestion des résultats de l'entreprise dépasse le cadre de notre étude. En parallèle, nous mesurerons l'effet dirigeant sur la performance boursière.

³⁶ Voir Albouy et Perrier (2003) « Manipulations comptables et valeur de l'entreprise », *Revue du Financier*, n° 139, 2003, pp. 51-65

7.1.2. Le Q de Tobin

Un agent économique rationnel investit dans de nouveaux projets si le marché les valorise au-delà de ce qu'ils ont coûté. L'investissement est rentable tant que l'accroissement de la valeur de la firme reste supérieur à son coût. Le Q de Tobin est un ratio qui permet d'évaluer la rentabilité de l'entreprise³⁷. En principe, ce ratio résume toute l'information utile et, contrairement à la rentabilité économique, il intègre les actifs intangibles. De plus, le Q de Tobin permet de contourner le problème de la modélisation des anticipations, puisqu'il utilise les anticipations des agents économiques contenues dans les cours boursiers. Les investisseurs présents sur les marchés boursiers évaluent en permanence les flux de revenus futurs des entreprises, et l'évolution de leurs débouchés. Les cours boursiers, et le Q de Tobin avec eux, fluctuent en fonction de la synthèse qu'ils effectuent de toute l'information disponible.

Théoriquement, le Q de Tobin est égal au rapport de la valeur boursière de la firme au coût de remplacement de son capital. Lindenberg et Ross (1981) proposent une formule du Q de Tobin faisant intervenir beaucoup de paramètres. Chung et Pruitt (1994) présentent une formule de calcul simplifiée. Ils montrent que le rapport entre la somme de la valeur boursière de la firme et du montant des dettes contractées sur l'actif³⁸ résume l'information contenue dans la formule de Lindenberg et Ross (1981). Nous utiliserons cette formule.

³⁷ Sous l'hypothèse d'efficience du marché boursier, la valeur de marché d'une firme est exactement égale à la somme actualisée de ses flux de profit futurs. Un Q de Tobin supérieur à 1 révèle que le marché anticipe une rentabilité de l'investissement au-delà de son coût. Au contraire, si le ratio Q est inférieur à 1, le marché anticipe une rentabilité de l'investissement inférieure à son coût. Dans cette dernière hypothèse, l'intérêt des actionnaires serait de revendre les équipements existants à leur coût de remplacement. Si cela est impossible, il convient au moins de ne plus investir, et d'amortir progressivement le capital existant.

³⁸ $Q \text{ de Tobin} = (\text{Capitalisation boursière} + \text{Dettes}) / \text{Actif}$.

7.1.3. Le ratio Market to Book (M/B)

Ce ratio est utilisé pour évaluer les opportunités de croissance de la firme. Il s'agit du rapport entre la valeur de marché et la valeur comptable des capitaux propres de l'entreprise³⁹. Ce ratio s'interprète de façon analogue au Q de Tobin mais il ne reprend que les capitaux directement investis par les actionnaires.

8. Résultats

Notre étude s'intéresse à l' « effet dirigeant » sur la performance de la firme. Le Tableau 38 nous montre la répartition du R² ajusté selon l'année, l'entreprise et le dirigeant.

8.1. La performance comptable

Le Graphique 3 nous montre un effet *dirigeant* sur le ROA en fonction du temps et dessine une parabole. Nous voyons qu'il existe un effet *dirigeant* très faible lorsqu'on associe le dirigeant observé en t avec la performance observée cette même année, mais cet effet atteint son maximum lorsqu'on associe le dirigeant observé en t avec la performance observée en $t+1$. Cet effet disparaît quasiment pour un effet retard de trois ans. En comparant ces résultats à ceux présents dans la littérature à propos du ROA, nous mesurons un effet amoindri : 7 % contre 14,7 % pour Barat, Nohria et Wasserman, (2001) et 29,2 % pour Mackey, (2005). Ceci n'est pas conforme à nos attentes concernant le risque de dilution de l'effet dirigeant pour un échantillon. En respectant la condition de sélection de l'échantillon, nous anticipions un effet dirigeant supérieur à 14,7 %. L'effet dirigeant français existe donc bien mais semble moins instantané que l'effet

³⁹ M/B = Capitalisation boursière / Capitaux propres.

mesuré pour le marché américain⁴⁰.

8.2. La performance financière

L'effet *dirigeant* est similaire sur les deux indicateurs de performance boursière. Cet effet est plus instantané que pour la performance comptable ($R^2_{ajusté} = 22\%$), puis décroît progressivement avec les années. En effet, contrairement à la rentabilité comptable qui résulte de décisions d'investissement pouvant porter sur un horizon de un à trois ans, la performance boursière est fonction de l'évaluation instantanée faite par le marché. La valeur d'un effet *dirigeant* sur le Q de Tobin supérieure à celle observée par Barat, Nohria et Wasserman, (2001) (13,5 %) confirme notre intuition quant à un effet dilué par la présence de firmes ne présentant pas de changement de dirigeant.

8.3. Robustesse des résultats

Afin de vérifier la stabilité de nos résultats, nous avons constitué un échantillon qui comporte 6 lignes par entreprise, soit 3 lignes autour du changement de dirigeant (panel B). De cette façon, nous obtenons un échantillon régulier grâce auquel nous vérifions que nos résultats sont robustes. Les résultats observés pour le panel B (Tableau 39 et Graphique 4) confirment l'ampleur et la structure de l'effet dirigeant. Nous pouvons confirmer l'hypothèse selon laquelle il existe un effet dirigeant sur la performance de la firme et que cet effet subsiste dans le temps.

⁴⁰ Une partie de la différence observée peut venir du fait que nous calculons des R^2 ajustés, naturellement moins importants que les R^2 .

9. Conclusion

L'objet de notre recherche était de discuter les différents points de vue quant à l'effet du dirigeant sur la performance de la firme ainsi que d'apporter une analyse empirique pour le cas des entreprises françaises.

Au travers des rares études portant sur cette problématique, il a été noté un certain nombre de désaccords quant à la méthodologie à employer. Nous avons retenu la traditionnelle analyse de variance initiée par Lieberman et O'Connor (1972) accusée de n'être qu'un « *artifice de l'ordre d'introduction des variables dans la décomposition de variance* » (Weiner, 1978). Par une analyse vectorielle, nous avons montré l'intérêt et la légitimité de la régression hiérarchique et de l'ordre concédé aux variables. La décomposition de variance repose sur des variables qui peuvent s'apparenter à des « poupées russes » ; l'objectif de cette méthode est de voir si un niveau d'analyse plus fin apporte une explication supplémentaire. Introduire la variable « dirigeant » en premier n'est pas pertinent car cela revient à prendre en compte la plus grosse poupée avec à l'intérieur toutes les autres. Il n'est alors plus possible de dissocier les effets.

Le deuxième point abordé concerne la composition de l'échantillon. Les études précédentes ne sont pas basées sur un échantillon permettant de dissocier l'effet du dirigeant de celui de la firme, ce qui sous-estime fortement l'effet du dirigeant. A notre connaissance, aucun des travaux publiés n'a pris soin d'intégrer uniquement les entreprises qui ont vu au moins un changement de dirigeant durant la période concernée. Nos résultats confirment une forte sous-estimation de l'effet dirigeant ($R^2_{ajusté}$ « dirigeant » = 22 % pour le Q de Tobin contre 13,5 % pour Barat, Nohria et Wasserman, (2001)).

En troisième lieu, nous nous sommes penchée sur le problème de la colinéarité parfaite qui rend impossible l'estimation des coefficients. Nous avons vu que ceci ne pose pas de problème pour estimer l'effet *dirigeant*. L'estimation des

coefficients est en effet biaisée, sauf si nous prenons soin de ne mettre que les vecteurs qui ne s'écrivent pas comme une combinaison linéaire des autres dans la régression des variables.

Enfin, nous nous sommes intéressée à l'impact de la composition de l'échantillon sur l'amplitude de l'effet du dirigeant. Certains auteurs ont en effet souligné le caractère aléatoire des effets environnementaux, lesquels pouvaient varier selon la période ou encore le degré d'hétérogénéité des entreprises prises en compte. La remarque est intéressante concernant l'aspect environnemental mais n'a pas de conséquence sur l'effet du dirigeant. La méthode de décomposition de la variance revient à contrôler les effets environnementaux, quels qu'ils soient, afin d'avoir une mesure non biaisée de l'effet du dirigeant. A noter également que le caractère discrétionnaire du choix de la classification sectorielle peut avoir un impact sur l'effet sectoriel mais que ceci n'a aucune conséquence sur l'effet du dirigeant. L'analyse sectorielle n'est en effet qu'une étape intermédiaire à l'évaluation des effets environnementaux, l'effet firme captant tous les autres effets environnementaux non captés par la classification sectorielle.

Nos résultats révèlent un effet *dirigeant* sur la performance comptable assez faible en instantané et qui atteint en moyenne 15 à 20 % lorsque nous testons un retard de un et deux ans. Ce constat est cohérent avec la notion de retour sur investissement, les effets relatifs à un dirigeant en place ne s'observent pas forcément la même année mais parfois l'année qui suit, voire deux années plus tard. Cette amplitude est similaire pour la performance boursière mais cette fois-ci avec un effet instantané plus important qui décroît avec le temps. Le marché intègre très rapidement les décisions prises par le dirigeant, c'est pourquoi nous observons un effet plus instantané pour les indicateurs reposant sur les cours boursiers.

Ce travail de recherche corrobore l'idée que les dirigeants occupent une place stratégique et prennent des décisions qui influencent significativement la

performance de la firme qu'ils dirigent. L'intérêt de cette recherche s'étend aux problèmes de rémunération du dirigeant. Nous avons montré que ces derniers ne sont pas substituables, il n'est ainsi légitime d'observer des rémunérations différentes selon les dirigeants.

Malgré les systèmes de contrôle mis en place, le dirigeant dispose d'un pouvoir discrétionnaire assez important qui lui permet d'influencer la performance de la firme. Une prochaine piste de recherche serait d'étudier l'influence du dirigeant sur la performance, compte tenu des systèmes de surveillance établis (structure dualiste, administrateurs externes, etc.) et de la latitude discrétionnaire du dirigeant (au niveau structurel, du prestige, de l'expertise et de ses droits de propriété (Finkelstein, 1992).

Bibliographie

Adams, R. B., H. Almeida, and D. Ferreira, 2005. Powerful CEOs and Their Impact on Corporate Performance. *Review of Financial Studies*, 18(4): 1403-1432.

Albouy, M. et S. Perrier, 2003. Manipulations comptables et valeur de l'entreprise. *Revue du Financier*, n° 139, p. 51-65.

Alexander, R.A., K.P. Carson, and J.E. Smith, 1984. Leadership: It Can Make a Difference. *Academy of Management Journal*, 27.

Barney, J. 1986. Strategic Factor Markets : Expectations, Luck, and Business Strategy. *Management Science*, 32, 10.

Berle, A., and G. Means, 1932. The Modern Corporation and Private Property. *Harcourt, Brace and World, New York*.

Bertrand, M., and A. Schoar, 2003. Managing with Style: The Effect of Managers on Firm Policies. *Quarterly Journal of Economics*, CXVIII (4), 1169 -208.

Castinias, R.P. and C.E. Helfat, 2001. Managerial Resources and Rents. *Journal of Management*, 17 (1), 155-171.

Charraux, G., 1994. Conseil d'administration et pouvoirs dans l'entreprise. *Revue d'Économie Financière*, n°31.

Chevalier, J., and G. Ellison, 1999. Are Some Mutual Fund Managers Better Than Others? Cross-Sectional Patterns in Behavior and Performance. *The Journal of Finance*, 54 (3), 875-900.

Child, J. 1975. Managerial and Organizational Factors associated with Company Performance. *Journal of Management Studies*, 11, 13-27.

Chung, K. H., and S.W. Pruitt, 1994. A Simple Approximation of Tobin's Q. *Financial Management* (23), 70-74.

Clapham, S. E and C.R. Schwenk, 1991. Self-Serving Attributions, Managerial Cognition, and Company Performance. *Strategic Management Journal*, 12, (3), 219-229.

Davidson, W., C. Nemeč and D. Worell, 2006. Determinants of Age at Succession. *Journal of Management and Governance*, 10 (1), 35-57.

Finkelstein, S., 1992. Power in Top Management Teams: Dimensions, Measurement, and Validation. *Academy of Management Review*, 35, 505-538.

Guthrie, J.P. and D.K. Datta, 1997. Contextual Influences on Executives Selection: Firm Characteristics and CEO Experience. *Journal of Management Studies*, 34 (4), 537-560.

Hambrick, D. and G. Fukotomi, 1991. The Seasons of a CEO's Tenure. *The Academy of Management Review*, 719-742.

Hambrick, D.C. and C.S. Finkelstein, 1987. Managerial Discretion: A Bridge Between Polar Views of Organizations. In *Research in organizational behavior*, edited by L.L. Cummings and B.M. Staw, 369-406. Greenwich, CT: JAI Press

Hannan, M.T., and J. Freeman, 1977. The Population Ecology of Organizations. *American Journal of Sociology*, 82, 929-964.

Hannan, M.T., and J. Freeman, 1989. Organisational Ecology. *Boston, MA: Harvard University*

Haubrich, J.G. 1999. Risk Aversion, Performance Pay, and the Principal-Agent Problem. *Journal of Political Economy*, 102 (2), 258-76.

Jensen, M.C., and W.H. Meckling, 1976. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3 (4), 305-60.

Lieberson, S., and J. O'Connor, 1972. Leadership and Organization Performance: A Study of Large Corporations. *American Sociological Review*, 37 (2), 117-30.

Lindenberg, E. B., and S. A. Ross, 1981. Tobin's q Ratio and Industrial Organization. *Journal of Business*, 54 (1), 1-32.

Mackey, A., 2005. How Much Do CEOs Influence Firm Performance--Really? *Working paper*.

Mahoney, T.A., and N. Weiner, 1981. A Model of Corporate Performance as a Function of Environmental, Organizational, and Leadership Influences. *Academy of Management Journal*, 24 (3), 453-70.

Malmendier, U., and G. Tate, 2002. CEO Overconfidence and Corporate Investment. *Stanford University*.

Malmendier, U., and G.Tate, 2003. Who Makes Acquisitions? CEO Overconfidence and Market's Reaction. *Working paper*.

Pfeiffer, J., and G.R. Salancik, 1977. Constraints on Administrator Discretion: The Limited Influence of Mayors on City Budgets. *Urban Affairs Quarterly*, 12, 475-98.

Thomas, A.B., 1988. Does Leadership Make a Difference to Organizational Perform? *Administrative Science Quarterly*, 33 (3), 388-400.

Virard, M., 2001. Le roman des grands patrons. ed. Flammarion.

Wasserman, N., N. Nohria and B. N. Anand, 2001. When Does Leadership Matter? The Contingent Opportunities View of CEO Leadership. *Harvard Business School Working paper*.

Weiner, N., 1978. Situational Leadership Influences on Organisation Performance. *Academy of Management Proceedings*, 230-34.

Tableaux et figures

Tableau 38 : Décomposition de la variance des indicateurs de performance suivant l'année, la firme et le dirigeant avec création d'un effet retard de la variable « Dirigeant » de 0, 1, 2 et 3 ans

Le tableau représente la part de performance attribuable à chacune des variables *dummies* « Année », « Entreprise » et « Dirigeant ». La méthode employée consiste à effectuer une régression hiérarchique en introduisant dans l'ordre les variables « Année », « Entreprise » et « Dirigeant ». . « lag0 » correspond au modèle où l'on ne crée pas d'effet retard de la variable « Dirigeant », « lag1 » correspond au modèle où l'on crée un effet retard de la variable « Dirigeant » de un an, ..., « lag3 » correspond au modèle où l'on crée un effet retard de la variable « Dirigeant » de trois ans. Les pourcentages correspondent aux R² ajustés additionnels obtenus à chaque introduction de variable.

		ROA	Q de Tobin	M/B
lag0	Année	3%	9%	7%
	Entreprise	22%	28%	19%
	Dirigeant	3%	22%	22%
N = 1029	<i>Total</i>	28%	59%	48%
lag1	Année	3%	9%	7%
	Entreprise	27%	32%	22%
	Dirigeant	18%	20%	11%
N = 879	<i>Total</i>	48%	61%	40%
lag2	Année	2%	8%	6%
	Entreprise	23%	34%	21%
	Dirigeant	16%	17%	7%
N = 754	<i>Total</i>	41%	59%	34%
lag3	Année	2%	7%	6%
	Entreprise	24%	33%	21%
	Dirigeant	0%	14%	4%
N = 599	<i>Total</i>	26%	54%	31%

Graphique 3 : Evolution du R² ajusté relatif à l'effet dirigeant en fonction du niveau de retard créé

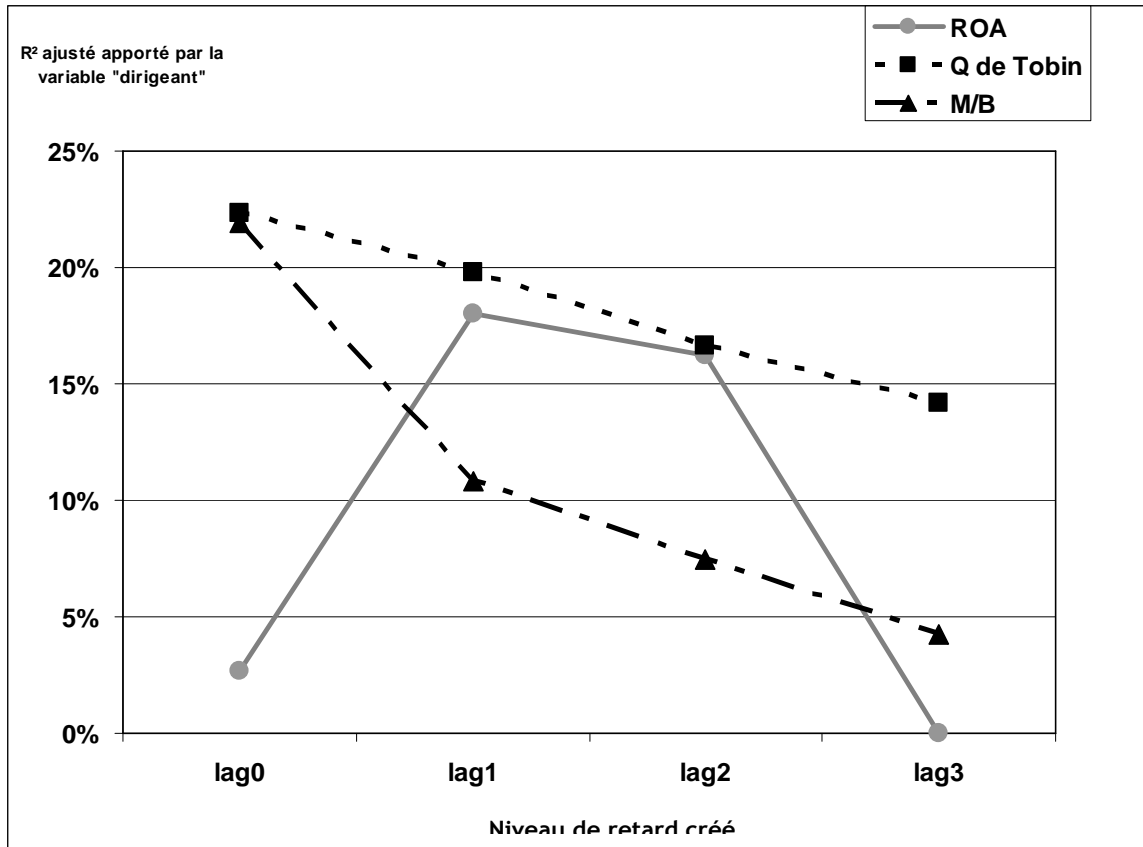
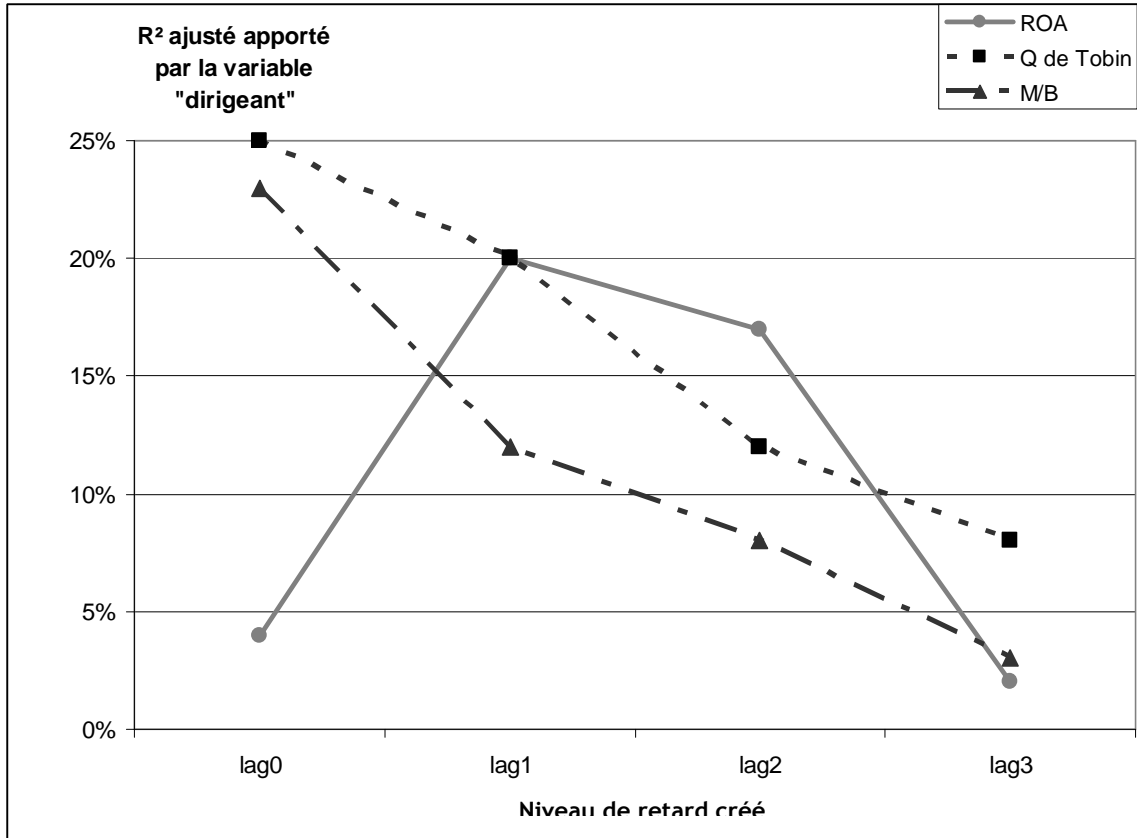


Tableau 39 : Décomposition de la variance des indicateurs de performance suivant l'année, la firme et le dirigeant avec création d'un effet retard de la variable DIRIGEANT de 0, 1, 2 et 3 ans pour un échantillon cylindré

Le tableau représente la part de performance attribuable à chacune des variables *dummies* « Année », « Entreprise » et « Dirigeant ». La méthode employée consiste à effectuer une régression hiérarchique en introduisant dans l'ordre les variables « Année », « Entreprise » et « Dirigeant ». « lag0 » correspond au modèle où l'on ne crée pas d'effet retard de la variable « Dirigeant », « lag1 » correspond au modèle où l'on crée un effet retard de la variable « Dirigeant » de un an, ..., « lag3 » correspond au modèle où l'on crée un effet retard de la variable « Dirigeant » de trois ans. Les pourcentages correspondent aux R² ajustés additionnels obtenus à chaque introduction de variable.

		ROA	Q de Tobin	M/B
lag0	Année	3%	7%	6%
	Entreprise	22%	24%	21%
	Dirigeant	4%	25%	23%
N = 356	<i>Total</i>	29%	56%	50%
lag1	Année	2%	6%	7%
	Entreprise	24%	35%	24%
	Dirigeant	20%	20%	12%
N = 331	<i>Total</i>	46%	61%	43%
lag2	Année	2%	5%	6%
	Entreprise	27%	36%	21%
	Dirigeant	17%	12%	8%
N = 283	<i>Total</i>	46%	53%	35%
lag3	Année	3%	7%	7%
	Entreprise	24%	34%	21%
	Dirigeant	2%	8%	3%
N = 241	<i>Total</i>	29%	49%	31%

Graphique 4 : Evolution du R² ajusté relatif à l'effet dirigeant en fonction du niveau de retard créé (panel B)



Chapitre 4

ACQUISITIONS AND CEO POWER: EVIDENCE FROM FRENCH NETWORKS

Chapitre 4 - Acquisitions and CEO Power: Evidence from French Networks

Abstract

CEOs of the acquiring firms are more likely to cancel acquisitions when the market does not react favorably to the announcement (Luo, 2005). Using a sample of French acquisition announcements from 2000 to 2005, this paper studies the conditions under which CEOs are more willing to listen to investors. Based on the power typology of Finkelstein (1992), we find that CEOs with a high expertise listen to the market. Considering the strong networks through the French Elite Schools Alumni and board connections, we also find that the well-connected CEOs are more likely to complete a deal in spite of a negative market reaction on acquisition announcement.

Co-writer: Jean-Yves Filbien, Louvain School of Management & FUCaM and Univ. Lille Nord de France - LSMRC - ECCCS

This paper has been presented at:

- EFMA 2010 Annual Meeting Aarhus (Denmark), June 23-26, 2010
- 16th Annual Conference Of The Multinational Finance Society, Crete (Greece), June 28-July 1 2009
- 8th Symposium on Corporate Governance, CIGE, Florence (Italy), June 18-19 2009
- Finance Association International (AFFI) 2009 Conference, Brest (France), May 13-14-15 2009
- 20th Pacific Conference on International Accounting Issues, November 2008, Paris
- Symposium on Corporate Governance, IAE, Lille (France), September 2008
- AFFI 2008, Lille School of Management Research Center (LSMRC), 20-21-22 mai 2008
- 7th Symposium on Corporate Governance, CIGE, Bordeaux (France), June 2008

This paper has been accepted but not presented at 22nd Annual Australasian Finance and Banking Conference Acceptance, Sydney (Australia), December 16-18 2009

This paper is in reviewing (Journal of Corporate Finance)

Acquisitions and CEO Power: Evidence from French Networks

1. Introduction

"Takeovers reflect individual decisions." – [54], p. 199.

Richard Roll

On June 20, 2000, Jean-Marie Messier, the Chief Executive Officer (CEO) of Vivendi, declared the acquisition of Seagram. However, investors reacted negatively and the announcement drove Vivendi shares down by 8.7%. In spite of the discord of financial markets, Jean-Marie Messier did not listen to the market and the deal was completed later on. In 2002, he was fired from Vivendi.

The above story sketches the major objective of this paper. What are the conditions under which CEOs are more willing to listen to investors? In this way, we examine the relationship between CEO power and the attention paid to market assessments. CEOs are elected to represent the shareholders' interests and thus shareholders have a right to expect that CEOs take into account their opinion in investment decisions. Managerial scandals seemingly have multiplied in recent years (e.g., Enron, WorldCom, Accor, Saint-Gobain, Société Générale, Fortis, etc.), prompting calls to establish a governance system that ensures the welfare of the

shareholders. New rules of control attempt to limit personal incentives but they are not always sufficient to prevent them (Combs et al., 2007). This study aims to provide a better understanding of the corporate governance malfunction sources.

Market reactions to acquisition announcement can predict whether the bidding firm will complete it (Luo, 2005). According to Luo, firms have a higher incentive to learn from the market when it has more information than the companies have. Furthermore, Kau et al. (2008) also find that managers are likely to listen to the market reactions and tend to cancel investments to which the market reacts unfavorably, especially when agency costs are involved. Dye and Sridhar (2002) argue that financial markets can be better informed than managers themselves. However, managers consider their private information as superior to the aggregate public information set (Roll, 1986). Indeed, Jennings and Mazzeo (1991) find that managers' decisions following an acquisition announcement are not consistent with their learning from financial markets.

Mergers and acquisitions (M&A) are events over which managers have substantial impact. Moreover, M&As are among the most important investment decisions for any company, and there are various reasons to justify M&A operations.⁴¹ However, empirical studies find returns close to zero or even negative around the M&A announcements for firms that acquired public targets (Jensen and Ruback, 1983; Mulherin and Boone, 2000; Andrade et al., 2001; Fuller et al., 2002). If there is no value creation from M&As, why do acquiring firms still involve themselves in

⁴¹ See Collis and Montgomery (1998) for the effects of synergy, Husson (1989) for the benefits of diversification, Myers and Majluf (1984) regarding the reduction of asymmetric information relative to financing, Mitchell and Mulherin (1996) for the management of industrial challenges, Bradley et al. (1983) about the under-valuation of target stock market prices, and Shleifer and Vishny (2003) and Rhodes-Kropf and Viswanathan (2004) for the asset evaluation resolution.

them?⁴² According to Morck et al. (1990), acquirers' managerial objectives may drive poor bidding firms performance.

The need for power determines the CEOs' motivations (Rovenpor, 1993). When CEOs establish an external growth policy, they want to build an empire (Rhoades, 1983; Schneider and Dunbar, 1992) from which they boost their career and extract financial or fringe benefits. In addition, they are in search of increasing their compensation (Wright et al., 2002). Besides, acquisitions provide opportunities to rig the results of the acquirer. If CEOs anticipate insufficient results, they can improve them by acquiring profitable firms (Shleifer and Vishny, 2003). Moreover, CEOs might decrease global risk by diversifying their firm (Morck et al., 1990). They might push firm investments toward assets that have some relationship with their abilities (Edlin and Stiglitz, 1995). By gearing their investments toward other sectors or specific partners, CEOs may strengthen their position in the firm. The resulting entrenchment may guarantee more security and more leeway to the CEOs, because dismissing such a CEO would be more expensive for shareholders (Shleifer and Vishny, 1989). Finally, Hubris could lead CEOs to overestimate their own competence (Roll, 1986), such that they believe they can manage target firm better than its current CEO (Gupta et al., 1997; Hayward and Hambrick, 1997). The illusion of control (Langer, 1975) may lead CEOs to overestimate the success of M&As, underestimate exogenous events, and become convinced that they can extract some benefits from the new entity. According to Malmendier and Tate (2005), overconfident CEOs overestimate their capacity to manage the firm, yet the market does not approve such overconfident CEOs acquisitions, because they involve themselves in the purchase of firms for more than their market value. The CEOs who display such hubris often suffer the winner's curse (Roll, 1986).

⁴² See Albouy (2009), « Pourquoi les dirigeants se trompent-ils (parfois) dans les fusions-acquisitions ? », in : *Pourquoi les managers se trompent-ils ? De quelques illusions et erreurs tenaces en management*, C. Noël et B. Gumb éd., Gualino Lextenso-éditions, 2009, p. 207-227.

According to Brown and Sarma (2007), CEOs motivations are meaningful only if we consider CEO dominance, which reflects CEOs ability to convince stakeholders to follow the proposed direction or impose their point of view on them. Brown and Sarma highlight that M&A activity is determined primarily by the CEO's power over the board.

The determinants of the degree to which CEOs listen to the market derive from Finkelstein's (1992) classification of CEO power, which distinguishes structural, ownership, expertise, and prestige powers. We expect that well-connected CEOs, i.e., with a high prestige power, are more willing to pursue a decision even if the market did not approve it. We consider the French context where CEOs are strongly well-networked through education, directorships, and non profit boards. We distinguish two formal types of French networks, the elite education and the directorship. Concerning the elite education, the major high schools to get to CEO function are École Nationale d'Administration (ENA) and Polytechnique (X). For the directorship, CEOs of French blue chips usually sit on each other boards. For example, Michel Pébèreau, the former CEO and the Chairman of BNP-Paribas, holds simultaneously several directorships in big French companies' board (e.g., Axa, EADS, Lafarge, Galerie Lafayette, and Total). Considering the conditions under which CEOs are more willing to listen to markets, we focus on acquisition decisions.

Using a sample of French acquisition announcements from 2000-2005, our results are consistent with Luo's (2005) result that the likelihood to complete a deal is determined by the market reaction. Secondly, we test the impact of the four types of power defined by Finkelstein (1992) on the probability to complete an acquisition according to the market reaction. Structural power is negatively associated to the probability to complete an acquisition that means that CEOs who cumulate functions pay less attention to the stock market reaction.

Ownership power increases the CEO's degree of listening to the market. The more the CEO ownership level is, the more the CEO relies on the market signal. Our results also suggest that expertise power leads the managers to listen to the market. Finally, considering the strong networks of the French Elite Schools Alumni, we find that the well-connected CEOs are more likely to complete a deal in spite of a negative market reaction on acquisition announcement. It seems that a private information access leads the CEO to discount the market signal when making acquisition bids.

Our results corroborate the dominance of social connections among managers (Burt, 2000). The well-connected CEOs access to private information and they are less affected by performance because of the protection obtained from their network (Nguyen-Dang, 2008). They are also more likely to associate with people to whom they are similar (McDonald et al., 2008) and take these similar acquaintances' advice to strengthen themselves in their choice. Thus, managers increase their self-confidence by confirming their beliefs according to their friends.

To our knowledge, few studies consider CEO power through acquisition activity. In recent research, Oler et al. (2007) and Bauguess and Stegemoller (2008) underline the CEO's impact on the firm's acquisition policy. These results do not allow us to conclude on the real CEO impact. Indeed, these studies take into account the number of acquisitions by year, this reflects more the firm's activity and not really the CEO impact. We propose an original empirical study concerning the characteristics of the French context, which provides a setting marked by the predominant role of CEOs and strong networks, both of which pertain to prestige power. From a practical perspective, our investigation also provides a better understanding of the role played by CEOs in acquisition decisions and offers some answers about information gathering behavior.

The remainder of this paper is organized as follows: In Section 2, we provide the hypotheses development. We present the data and method in Section 3, followed by our analysis of the empirical results in Section 4. Section 5 summarizes and offers some concluding remarks.

2. Hypotheses Development

Acquiring firms usually take into account investors' behavior (Luo, 2005) and particularly, CEOs listen to the market (Kau et al., 2008). We focus on the determinants of the degree to which CEOs listen to the market. Our aim is to determine what are the mechanisms which lead CEOs to be more receptive to the signals sent by investors. We define these determinants from the typology of Finkelstein (1992) who distinguishes structural, ownership, expertise, and prestige powers. We position our hypotheses on the basis of this classification. Concerning ownership and structural power, our expectations are unequivocal. However, concerning structural and expertise powers, literature results are mixed. Therefore, predictions are ambiguous. We summarize our hypotheses in Figure 1.

2.1. Structural Power

Structural power refers to CEO duality, i.e, the CEO is the CEO of the firm as well as the chairperson of the board of directors. CEOs may cope with criticisms and are considered responsible for unsuccessful decisions (Oler et al., 2007). They will be more prudent and avoid risky choice. Under this assumption, we expect that structural power influences negatively, *ceteris paribus*, the likelihood to consummate the deal when it caused a negative market reaction.

However, Baliga et al. (1996) suggest that CEO duality may avoid the dilution of the CEO leadership by reducing the probability of overlapping between the

decisions and the objectives of the management and the board. Furthermore, Baliga et al. observe that CEO duality does not create a competition between the chairman of the board and the CEO. CEO duality reduces the governance control of the board. Therefore, CEOs who are also chairman of the board rely more on their beliefs and may be more overconfident. A high structural power leads CEO to not listen to the signals sent by the stock market.

Hypothesis 1: *CEO structural power affects the probability of completing a deal that causes a negative market reaction at its announcement date.*

Hypothesis 1': *Under the decision making responsibility argument, we expect that CEO structural power decreases the probability of completing a deal that causes a negative market reaction at its announcement date.*

Hypothesis 1'': *Under the overconfidence argument, we expect that CEO structural power increases the probability of completing a deal that causes a negative market reaction at its announcement date.*

2.2. Ownership Power

The CEO's own financial investment in the firm's capital implies that the managers may be directly involved in the corporate investment decisions. Managerial ownership contributes to internal mechanism to reduce agency costs, i.e., managers with a low ownership power maximize their own utility at the expense of the value creation of shareholders (Jensen and Meckling, 1976; Fama and Jensen, 1983). The relationship between the CEO behavior towards a negative market reaction at an investment announcement date and his ownership concerns is relatively intuitive. CEOs that are concerned by high ownership power have less diversified situation. Thus the more CEOs have assets in the firm; the more they

will avoid risky strategy. Ownership power determines positively the degree to which CEOs listen to the market.

Hypothesis 2: CEO ownership power decreases the probability of completing a deal that causes a negative market reaction at its announcement date.

2.3. Expertise Power

Expertise power refers to the capacity to foresee, better and quicker than competitors, the market behavior. Experienced CEOs are more able to interpret market signals. Previous literature often considers tenure (Walters et al., 2007) and CEO prior acquisition experience (Oler et al., 2007). At the beginning of their careers, CEOs often hope to develop the firm, which implies adopting more risky strategies, without focusing necessarily on market reactions. Longer CEO tenure instead corresponds to a decrease in the CEO's propensity to acquire information about the process of acquisition, development, and growth (Hambrick and Fukotomi, 1991; Finkelstein and Hambrick, 1996; Audia et al., 2000; Kroll et al., 2003). Those CEOs who are about to retire, have an even higher risk aversion (Bertrand and Schoar, 2003). Moreover, a longer tenure may result in stronger control of the board. These elements all refer to the status quo of CEOs (Hambrick and Fukotomi, 1991; Finkelstein and Hambrick, 1996) and suggest that CEOs with a long tenure may not complete a deal to which the market reaction has been negative.

"There is little reason to expect that a particular individual bidder will refrain from bidding because he has learned from his own past errors. Although some firms engage in many acquisitions, the average individual bidder/manager has the opportunity to make only a few takeover offers during his career. They may convince themselves that the valuation is right and that the market does not reflect the full economic value of the combined firm." (Roll, 1986, p. 199). Then, we assume CEOs

with high experience are more willing to trust on their judgment than on the market. They consider that they hold the know-how in M&A field.

Hypothesis 3: *CEO expertise power affects the probability of completing a deal that causes a negative market reaction at its announcement date.*

Hypothesis 3': *Under the risk-aversion argument, CEO expertise power decreases the probability of completing a deal that causes a negative market reaction at its announcement date.*

Hypothesis 3'': *Under the know-how argument, CEO expertise power increases the probability of completing a deal that causes a negative market reaction at its announcement date.*

2.4. Prestige Power

Prestige power relates to the advantages that CEOs obtain from their social networks and connections, which play a considerable role in the boards' composition.

The French CEO market is characterized by two managerial elites, namely, CEOs from the *École Nationale d'Administration* (ENA) and the *Polytechnique* (X). These schools provide the only access to ministerial secretary positions, which are very connected.⁴³ These civil servants, regardless of the length of their careers, often get appointed to corporate boards or even take CEO posts in notable firms (Bauer and Bertin-Mouro, 1995). For example, a high-ranking civil servant of the French State has been recently appointed CEO of BPCE, one of the biggest European banks. The appointment of a high-ranking civil servant at the head of big French firms is frequent. In 2008, 50% of the CAC40 CEOs came from the ENA or X

⁴³ The best students from Polytechnique often enter *Les Mines* or *Ponts et Chaussées* to become high-ranking civil servants and those from ENA often get jobs with *Inspection des Finances*, *La Cour des Comptes*, or *Le Conseil d'État*.

(Dameron, 2008). Education-based networks exist not only because of the comradeship during their studies but also as a result of the different meetings in which they participate for their title promotion or the entries in their address books. Moreover, by participating on other firms' boards, CEOs can extend their networks. Seats on these boards enable them to access better quality of information and establish partnerships. To illustrate our comment, we present the Figure 2 showing the connections of CAC40 firms' CEOs in CAC40 firms's boards. We observe that the most of CAC40 firms' boards have a CAC40 firms' CEO as directors in 2008.

The consequences of this power are multiple. First, prestige power likely increases the CEOs' ego and grants them more confidence on their judgments. According to Barber et al. (1995), CEO network ties among managerial elites increase the likelihood of an acquisition event, because CEOs who belong to favored networks overestimate the accuracy of their own judgment, even in the face of negative market reactions. Second, Beckman and Haunschild (1998) distinguish two types of acquisition information: private information (e.g., network, friendship) and public (e.g., reports, communication). Private information has greater impact on CEOs' decisions, because it suggests a competitive advantage. Well-connected CEOs have access to private information that may encourage them to pursue decisions disapproved of by the market. Third, prestige power grants CEO more legitimacy and endows them with an important persuasive capacity during negotiations. For example, CEOs might develop friendly relations with the board of directors to divert their attention away from disagreeable elements and to obtain their consent (Lauenstein, 1977). Fourth, their networks protect connected CEO from lay offs and help them find new jobs more easily (Nguyen-Dang, 2008). As a consequence, they take more risks and they complete an acquisition even if the market does not approve it. Figure 3 shows the double informative

relationship between the acquirer and the market during an acquisition announcement period. The characteristics of acquisition (the bidding firms, the target firms, the mean of payment, the number of competitors, ...) are interpreted by the market. The market sends its opinion through its reaction. Other types of information are considered during this investment period and more particularly when networks are important. On one hand, networks can provide an informational advantage to the bidder comparing to the market. On the other hand, research on decision making concludes that managers assign greater weight to personal sources than to impersonal sources (McDonald and Westphal, 2003). People often persevere in their beliefs and persist despite negative performance outcomes. They seek information from sources that are more likely to affirm those beliefs and to avoid sources that are more likely to disconfirm them (*confirmation bias*). Thus networks can help CEOs to confirm their initial judgment and they will not revise correctly their decision.

Hypothesis 4: CEO prestige power increases the probability of completing a deal that causes a negative market reaction at its announcement date.

3. Empirical Method

3.1. Sample Selection

We collected a sample of M&A announcements from the *Securities Data Company's* (SDC) database. The announcements we gather all satisfy the following criteria: (1) they occurred between January 1, 2000, and December 31, 2005; (2) both the acquiring and target firms are publicly traded; (3) the acquiring firms are French; (4) the deal value is €1 million or higher; (5) the expected percentage owned by the acquirer after the transaction is at least 50%, and (6) the acquiring

firms appear in the SBF250 index between 2000 and 2005⁴⁴; (7) the maximum completion time is one year.

The stock price data come from Datastream. We hand-collected the CEOs' characteristics using *Who's Who* and the Factiva database. We obtained information about the characteristics of the corporate governance of acquiring firms from Dafsalien, and we hand-collected the corporate governance characteristics of the acquiring firms to construct a corporate governance index. Financial statements come from *Thomson Financial*. Data unavailability in some cases required us to delete some acquisition announcements. Our final sample also does not include multiple acquisition announcements by an acquiring firm on the same day, because the information sent to the market may overlap. Thus, we obtain a final sample of 203 acquisition announcements.

Table 1 and Figure 4 reveal the frequencies of completed and uncompleted acquisitions for our sample of 203 acquisitions announcements between January 1, 2000, and December 31, 2005. Approximately 76% of the sample, or 154 announcements, achieved success during the six-year period, which is generally consistent with the overall M&A market (Bauguess and Stegemoller, 2008). At the end of 2000, the financial crisis corresponds to a decline in acquisitions (Kau et al., 2008). Moreover, we only identify 15 acquisition announcements in 2003. We also observe that our sample contains 134 acquiring firms. It means that each bidding firm announces, on average, about 1.5 acquisitions.

3.2. Method

To examine the relationship between CEO power and the probability of M&A's success, we estimate the following probabilistic model:

⁴⁴ The SBF250 (Société des Bourses Françaises 250 Index) is a French stock market index representing all sectors of the French economy.

$$prob(ACQ = 1) = \frac{\exp(\mu + \gamma X)}{1 + \exp(\mu + \gamma X)} \quad (1)$$

where ACQ is a dummy variable that takes the value of 1 if the acquisition is completed, and 0 otherwise; and X is the vector of independent variables, including those related to the market reaction to the acquisition announcements, CEO power, and the control variables pertaining to corporate governance, the deal, and the financial statements of acquiring firm (See the Appendix 1 for the variables description).

3.2.1. Market Reaction to M&A Announcements

Luo (2005) suggests that the market reaction to M&A announcements provides a means to predict if the deal will be completed. To measure the CEO's ability to complete an acquisition, despite negative market reactions, we include a market reaction variable to the acquisition announcements (*CAR_i*). We calculate the returns from the event study methodology and use the market-adjusted returns model to estimate the abnormal component of returns (AR) of stock i on day t:

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - (\alpha_i + \beta_i R_{m,t}), \quad (2)$$

where $R_{i,t}$ indicates the returns of stock i at time t, $R_{m,t}$ is the market return at time t, and t = 0 is the announcement date.⁴⁵ We use the returns of the SBF250 index as the measure of market returns, though the results are robust against various market return measures. Following Brown and Warner (1985), we estimate the coefficients and of stock i over the period from 300 days to 15 days before the acquisition announcement. Then we estimate the cumulative abnormal returns for acquiring firms over the 7 trading days that surround the announcement dates [-3 days; +3 days]:

⁴⁵ We calculate the returns as follows: where $R_{i,t} = \ln\left(\frac{P_{i,t}}{P_{i,t-1}}\right)$ is the price of stock i on day t.

$$CAR_i = \sum_{t=-3}^{+3} AR_{i,t}. \quad (3)$$

This window of 7 trading days helps us control for possible news leaks and allows investors time to gather additional information.

To take into account the potential heteroscedasticity issue of abnormal returns, we standardize cumulative abnormal returns by their standard deviation on the estimation period (Patell, 1976; Boehmer et al., 1991). We calculate the standardized cumulative abnormal returns:

$$SCAR_{i,t} = \frac{CAR_{i,t}}{\sigma_{AR_{i,t}} \sqrt{n}}, \quad (4)$$

where $\sigma_{AR_{i,t}}$ indicates the standard deviation of cumulative abnormal returns calculated on estimation period of stock i and N is the number of days contained in the event period.

3.2.2. CEO Power

We use proxies of structural, ownership, expertise, and prestige powers. Structural power uses a dummy variable that takes a value of 1 if the CEO of the acquiring firms is also the chairman of the board (*CEO Duality*). To test whether CEO has ownership power, we include the percentage of equity owned by CEO (*CEO Ownership*) and a dummy variable that equals one if CEO is the founder or the heir of founder family (*Family Firm*). We use CEO tenure (*Tenure*) and prior acquisition experience (*Acquisition Experience*) as proxies for the CEO's expertise power. Finally, we consider two proxies to measure the prestige power of the CEOs. First, we note the networks resulting from CEOs' education in Grandes Écoles. We include a dummy variable that equals to 1 if the CEO is a graduate of *École Nationale d'Administration* or Polytechnique (*Elite Education*). Second, we take into account the networks that stem from the CEOs' presence on the other firms'

boards. The corporate directorships variables equal the number of CEO directorship (*Outside Boards*) and the number of CEO directorship in CAC40 firms' boards (*Outside CAC40 Boards*). Our consideration is not exhaustive and excludes some networks in France (e.g., La Franc-Maçonnerie, Le Siècle) the members of these latter networks are difficult to identify.

3.2.3. Control Variables

We also include independent variables that control for corporate governance, financial statements, and deals, drawing mostly from finance literature. Following Gompers et al. (2003)'s work, Bollaert et al. (2009) developed a French corporate governance index (*CG Index*) whose items reflect the specificities of corporate governance in the French context. The items used are merged into four categories: *ownership structure*, *board composition*, *board mechanisms*, and *transparency*. The category *ownership structure* includes three items: ultimate owners, family control, and presence of a blocking minority. The category *board composition* refers to the directors' background of "ENA" or "Polytechnique". The category *board mechanisms* contains items on the existence of governance, remuneration, audit or nomination committees. The category *transparency* involves items negatively perceived for the firm's transparency: absence of details concerning the board evaluation, charter unavailable, and poor information about the directors' backgrounds. Following the study of Gompers et al., we add, for each firm, one point (+1) for every characteristic that reduces shareholder rights. The higher the score, the weaker the governance is. We also use the size of board of directors (*Board Size*) to control for monitoring mechanisms that supervise the acquisition decisions of the CEOs. We expect an inverted U-shaped relationship between board size and the degree of board monitoring, so we also adopt a quadratic form of the board size variable in our analysis. Firms with a large board benefit from protective governance (Bauguess and Stegemoller, 2008). However, the oversized

boards are less likely to control effectively CEOs (Jensen, 1993; Yermack, 1996). Considering the leverage (*Leverage*) and the dividend (*Dividend*) of the acquiring firm (Harford, 1999), we expect an inverse relationship between these levels and the probability of an acquisition's success. The size of a firm may also have an impact on acquisitions. Bigger firms are more likely to complete an acquisition, therefore we use market value (*Size*) as a measure of firm size. Greater performance increases the probability of completing an acquisition (Morck et al., 1990), prompting us to use return on equity (*ROE*) to measure the performance of acquiring firms. The method of payment to pay the transaction could exert an important impact. A cash deal may signal to the market that the acquiring firm's stock prices are undervalued (Myers and Majluf, 1984). Cash acquisitions often get consummated more quickly (Datta et al., 1992). Therefore, we expect that the effect of a dummy variable - equal to 1 if the acquisition uses cash (*Cash*) - is positive on the probability of acquisition success. Finally, we include dummy variables to control for acquisitions due to economic and technological shocks (Mitchell and Mulherin, 1996; Harford, 2005).⁴⁶

4. Empirical Results

4.1. CEOs' and Acquiring Firms' Characteristics

We present the descriptive statistics regarding the CEOs' and acquiring firms' characteristics in Table 2 (full sample) and Table 3 (two subsamples: completed deal and non completed deal).

⁴⁶ Although the industry and year dummy variables are included in all our models, for the sake of aesthetics, we do not present them in our results.

The frequency with which CEOs serve as the chairman is high (0.70), though the mean value is lower (0.68) for completed acquisitions than for uncompleted acquisitions (0.80).

Approximately 18% of CEOs are founders or heirs of the founder's family. For completed acquisitions, this percentage is 13%, and it rises to 33% for uncompleted acquisitions. The differences in both the mean and median values of this variable are significant at the 1% level. We also find, on average, that the portion of capital owned directly by the CEO equals 0.99% in our sample. This CEO ownership is 0.28% in the subsample of completed acquisition but reaches 3.22% for uncompleted acquisitions. This difference is also significant.

The CEO tenure median is 5 years, and prior CEO acquisition experience involves a median of 4 acquisitions. The mean tenure of CEOs is significantly longer for uncompleted acquisitions (9.22 years) than for completed acquisitions (6.47 years).

The frequency with which CEOs are graduates of elite schools (ENA or X) is 50%. The differences in both the mean and median values of this variable are significant at the 5% level. For completed acquisitions, 55% of CEOs come from ENA or X, whereas this percentage drops to 37% for the subsample of uncompleted acquisitions. On average, CEOs hold 10.94 directorships and 1 directorships in CAC40 firms.

Almost half of the acquiring firms' stock experiences a negative CAR during the 7-day window surrounding the announcement of an acquisition. This result is consistent with previous studies of the wealth creation for acquiring firms' shareholders around M&A announcements. The mean market reaction on the acquiring firms' announcement is close to zero.

With regard to the corporate governance variables, we find that completed announcements usually involve acquiring firms with lower corporate governance

scores. Moreover, the mean (median) board size is 17.66 (18), 18.26 (18), and 15.76 (16) for the full, completed and uncompleted samples, respectively. That is, the board size for the subsample of completed acquisitions is significantly larger than that for uncompleted acquisitions. We also find that for the subsample of completed announcements, acquiring firms are larger and have a lower leverage, which suggests that it may be easier to complete a deal if firms are less financially constrained.

In Table 4, we report the correlations among our variables.⁴⁷ Among the correlations, the educational background tends to have large boards (0.54) although it is negatively correlated with the CEO founder or heir of the founding family (-0.31). There is a positive correlation between CEO tenure and three other CEO power variables: CEO duality, CEO founder, and CEO ownership. The proxies for expertise power are also correlated (0.16). We find that firms with large boards are not associated with a CEO founder.

4.2. Logit Estimates of the Likelihood of Completed Acquisition

4.2.1. Completed Acquisition and Market Reaction

Luo (2005) finds that the market reaction around M&A announcements enables to predict the success of that acquisition. Relying on Luo's (2005) results, we test whether the bidding firms later consummate the deal after recognizing the market's reaction to the acquisition announcement. Our results are consistent with Luo's (2005) result. As we show in Table 5 that presents the result of the model 1, the probability of success of the acquisition decreases significantly when the market reaction to the announcement is negative. We also anticipated an inverted U-shaped relationship between the board size and the probability to complete a

⁴⁷ We have verified that collinearity is not a problem for our analysis, based on the conditional index and the variance inflation factors of our independent variables.

deal. The monitoring power is effective until a critical size, beyond this size the board is less effective by giving CEO more freedom. In our model, we use the quadratic form of board size and we find that it is indeed significantly negatively related to the probability to complete an acquisition. The point of inflection in the relationship between the board size and the probability to complete the deal is approximately 20 directors. We thus propose to extend this model to investigate the effects of the CEO's characteristics.

4.2.2. Completed Acquisition, Market Reaction and CEO Power

In Table 6 Panel A, we estimate a logistic model in which the dependent variable is the probability that the acquiring firms consummate an acquisition; we include CEO characteristics among the independent variables.

We find that a completed acquisition is more likely when CEOs have several directorships in CAC 40 firms' boards. This result confirms our expectation on networks could have significant consequences for corporate financial policy.

To take into account the market reaction, we also use a set of interactive terms (Akats et al., 2009). Because we define CEO power as the CEO ability to complete a deal even when the market reaction is negative, we focus here on the results involving the interactive variables. We find negative and significant relationship between structural power and the probability of completing a deal. As a result, we accept *Hypothesis 1* and *Hypothesis 1''*. We argue that CEOs who are also chairman of the board rely more on their beliefs and may be more overconfident. Ownership power does not have significative impact on the CEO listening degree to the market reaction. *CEO tenure* also has a positive effect, in support of *Hypothesis 3* and *Hypothesis 3'*. Expertise power positively affects the degree to which CEOs listen to the market. Finally, our main result pertains to the strong relationship between prestige power and the likelihood of completing an

acquisition. Thus, *Hypothesis 4* is supported. CEOs with elite education and board connections privilege their acquaintances' advice over market signals.

Table 1 shows that the full sample of 203 acquisition announcements is relatively unbalanced. Thus, we present a confusion matrix in Table 6 Panel B. The matrix of confusion suggests the accuracy of our model. It correctly predicts 169 announcements, with an average rate of 83.2%.

To test the potential collinearity issues, we examine the associations between the CEO characteristics and the market reaction variables. We test the relevance of our model by considering if CEO power characteristics determine the market reaction around the acquisition announcements. We measure the frequency of variables relative to CEO power according to the level of the market reaction of acquiring firms around the announcement. To determine the existence of a contingency, we calculate statistics that test the null hypothesis of no association. From Table 7, we conclude that there is no statistically significant difference between the level of CEO power and the market reaction. These results are consistent with the absence of correlation between the market reaction variable and the CEO power characteristics suggested by Table 4.

5. Conclusion

Since the role of CEO power remains controversial within firms, this study brings up the CEO power question in the corporate financial policy, and especially the impact of CEO networks on acquisition activity. We studied the CEO listening degree to market reactions to acquisition announcements.

Conclusions from empirical studies about this question are mixed. According to Luo (2005), firms learn from the market and are more willing to do it when the market is better informed than itself. Kau et al. (2008) support that managers listen

to the market especially when they are likely to be concerned by agency costs. Jennings and Mazzeo (1991) results suggest that CEOs rely more on private information than on the consensus. Have considered the different conclusions we analyzed the determinants of the CEOs' attention paid to the market's assessment at the acquisition announcement.

The listening determinants we used are based on the CEO power classification offered by Finkelstein (1992), which includes structural, ownership, expertise, and prestige powers. We studied the French context because it is characterized by strong networks through education or directorships which enable us to obtain an original prestige power measure. We based our empirical analysis on a sample of French acquisition announcements from 2000 to 2005.

The CEOs being the chairman of the board tend to be more overconfident because of their position in the firm. Ownership power leads the CEO to share the market's opinion. CEOs concerned by high financial implications are more risk-averse. This result is consistent with the agency costs theory. According to CEO tenure, we expect that CEOs take less risk and learn from their past errors with a high tenure. In another way, we assume that their acquisitions experience determines the significant learning process. Our results confirm our hypothesis and they suggest that expertise power is associated with a high degree of listening to stock market. Finally, we support our major hypothesis that networks play a considerable role in the decision process. In fact, our results show that CEO prestige power increases the likelihood that a deal will be completed although not approved by the market investors.

The financial implications of the CEO behavior towards the market reaction during the acquisition announcement period were beyond the scope of our paper. Are well-connected managers a benefit or a cost to the companies they manage? This remains to be discussed. On one hand, networks improve the flow of information

thus reducing the information asymmetry among managers. On the other hand, social connections can lead to lower monitoring and more freedom for the managers which can be used for their own interest at the expense of shareholders' wealth. We will extend this work by considering the financial implications of acquisitions made by well-connected CEOs.

References

- Aktas, N., E. de Bodt, and R. Roll, 2009. Corporate Serial Acquisitions: An Empirical Test of the Learning Hypothesis. *CORE Discussion Papers 2007023*.
- Albouy, M., 2009. Pourquoi les dirigeants se trompent-ils (parfois) dans les fusions-acquisitions ?, in : *Pourquoi les managers se trompent-ils ? De quelques illusions et erreurs tenaces en management*, C. Noël et B. Gumb éd., Gualino Lextenso-éditions, p. 207-227.
- Andrade, G., M. Mitchell, and E. Stafford, 2001. New Evidence and Perspectives on Mergers. *Journal of Economic Perspectives* (2), 103–120.
- Audia, P., E. Locke, and K. Smith, 2000. The Paradox of Success: An Archival and a Laboratory Study of Strategic Persistence Following Radical Environmental Change. *Academy of Management Journal*, 837–853.
- Baliga, B., R. Moyer, and R. Rao, 1996. CEO Duality and Firm Performance: What's The Fuss? *Strategic Management Journal*, 41–53.
- Barber, B., D. Palmer, and J. Wallace, 1995. Determinants of Conglomerate and Predatory Acquisitions: Evidence from the 1960s. *Journal of Corporate Finance*, 283–318.
- Bauer, M. and B. Bertin-Mouro, 1995. La Tyrannie du Diplôme Initial et la Circulation des Elites: La Stabilité du Modèle Français. In *Le Recrutement des Elites en Europe*, pp. 48–63. La Découverte.
- Bauguess, S. and M. Stegemoller, 2008. Protective Governance Choices and the Value of Acquisition Activity. *Journal of Corporate Finance*, 550–566.
- Beckman, C. and P. Haunschild, 1998. When Do Interlocks Matter? : Alternate Sources of Information and Interlock Influence. *Administrative Science Quarterly* (4), 815–844.
- Bertrand, M. and A. Schoar, 2003. Managing with Style: The Effect of Managers on Firm Policies. *Quarterly Journal of Economics* (4), 1169–1208.
- Boehmer, E., J. Musumeci, and A. Poulsen, 1991. Event–Study Methodology Under Conditions of Event Induced–variance. *Journal of Financial Economics*, 253–272.

- Bollaert, H., H. Daher, M. Declerk, and A. Deroo, 2009. Corporate Governance and Performance of French Listed Companies. *Working Paper*.
- Bradley, M., A. Desai, and E. Kim, 1983. The Rational Behind Interfirm Tender Offers: Information or Synergy? *Journal of Financial Economics*, 183–206.
- Brown, R. and N. Sarma, 2007. CEO Overconfidence, CEO Dominance and Corporate Acquisitions. *Journal of Economics and Business* (5), 358–379.
- Brown, S. and J. Warner, 1985. Usual Daily Stock of Event Studies. *Journal of Financial Economics*, 3–31.
- Burt, R., 2000. The Network Structure of Social Capital. In *Research in Organizational Behavior*, 22, 345–431. Greenwich, CT: JAI Press.
- Collis, D. and C. Montgomery, 1998. Creating Corporate Advantage. *Harvard Business Review* (3), 70–83.
- Combs, J., D. Ketchen, A. Perryman, and M. Donahue, 2007. The Moderating Effect of CEO Power on the Board Composition Firm Performance Relationship. *Journal of Management Studies* (8), 1299–1323.
- Dameron, S., 2008. La Généalogie des Nouveaux Dirigeants. In *Le Nouveau Visage des Dirigeants du CAC40*, Chapter 1, pp. 7–16. Paris: Pearson Edition.
- Datta, D., G. Pinches, and V. Narayanan, 1992. Factors Influencing Wealth Creation from Mergers and Acquisitions: A Meta-Analysis. *Strategic Management Journal*, 67–84.
- Dye, R. and S. Sridhar, 2002. Ressource Allocation Effects of Price REactions to Disclosures. *Comtemporary Accounting Research* (3), 385–410.
- Edlin, A. and J. Stiglitz, 1995. Discouraging Rivals: Managerial Rent-Seeking and Economic Inefficiencies. *American Economic Review* (5), 1301–1312.
- Fama, E. and M. Jensen, 1983. Separation of Ownership and Control. *Journal of Law and Economics*, 301–325.
- Finkelstein, S., 1992. Power in Top Management Teams: Dimensions, Measurement, and Validation. *Academy of Management Journal*, 505–538.

Finkelstein, S. and D. Hambrick, 1996. *Strategic Leadership: Top Executives and their Effects on Organizations*. New-York: West Publishing.

Fuller, K., J. Netter, and M. Stegemoller, 2002. What Do Returns to Acquiring Firms Tell Us? Evidence From Firms That Make Many Acquisitions. *The Journal of Finance* (4), 1763–1794.

Gompers, P., J. Ishii, and A. Metrick, 2003. Corporate Governance and Equity Prices. *Quarterly Journal of Economics* (1), 107–155.

Gupta, A., R. LeCompte, and L. Misra, 1997. Acquisitions of Solvent Thrifts: Wealth Effects and Managerial Motivations. *Journal of Banking and Finance* (10), 1431–1450.

Hambrick, D. and G. Fukotomi, 1991. The Seasons of a CEO's Tenure. *The Academy of Management Review*, 719–742.

Harford, J., 1999. Corporate Cash Reserves and Acquisitions. *The Journal of Finance* (6), 1969–1997.

Harford, J., 2005. What Drives Merger Waves? *Journal of Financial Economics*, 529–560.

Hayward, M. and D. Hambrick, 1997. Explaining the Premiums Paid for Large Acquisitions: Evidence of CEO Hubris. *Administrative Science Quarterly* (1), 103–129.

Husson, B., 1989. OPA: La Théorie à l'Épreuve des Faits. *Revue Française de Gestion*, 84–97.

Jennings, R. and M. Mazzeo, 1991. Stock Price Movements around Acquisition Announcements and Management's Response'. *Journal of Business* (2), 139–163.

Jensen, M., 1993. The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems. *The Journal of Finance* (23), 831–880.

Jensen, M. and W. Meckling, 1976. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 305–360.

Jensen, M. and R. Ruback, 1983. The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence. *Journal of Financial Economics*, 5–50.

- Kau, J., S. Linck, and P. Rubin, 2008. Do Managers Listen to the Market? *Journal of Corporate Finance* (4), 347–362.
- Kroll, M., L. Toombs, and P. Wright, 2000. Napoleon's Tragic March Home from Moscow: Lessons in Hubris. *Academy Management Executive* (1), 117–128.
- Langer, E., 1975. The Illusion of Control. *Journal of Personality and Social Psychology* (2), 311–328.
- Lauenstein, M., 1977. Preserving the Importance of the Board. *Harvard Business Review* (4), 36–46.
- Luo, Y., 2005. Do Insiders Learn from Outsiders? Evidence from Mergers and Acquisitions. *The Journal of Finance* (4), 1951–1982.
- Malmendier, U. and G. Tate, 2005. CEO Overconfidence and Corporate Investment. *The Journal of Finance* (6), 2661–2700.
- McDonald, M., P. Khanna, and J. Westphal, 2008. Getting Them to Think Outside the Circle: Corporate Governance, CEOs' External, Advice Networks, and Firm Performance. *Academy of Management Journal* (3), 453–475.
- McDonald, M. and J. Westphal, 2003. Getting by with the Advice of Their Friends: CEO's Advice Networks and Firm's Strategic Responses to Poor Performance. *Administrative Science Quarterly* (1), 1–32.
- Mitchell, M. and H. Mulherin, 1996. The Impact of Industry Shocks on Takeover and Restructuring Activity. *Journal of Financial Economics*, 193–229.
- Morck, R., A. Shleifer, and R. Vishny, 1990. Do Managerial Motives Drive Bad Acquisitions? *The Journal of Finance* (1), 31–48.
- Mulherin, J. and A. Boone, 2000. Comparing Acquisitions and Divestitures. *Journal of Corporate Finance* (2), 117–139.
- Myers, S. and N. Majluf, 1984. Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information that Investors Do Not Have. *Journal of Financial Economics*, 187–221.
- Nguyen-Dang, B., 2008. Does the Rolodex Matter? Corporate Elite's Small World and the Effectiveness of Boards of Directors. Working Paper.

Oler, D., B. Olson, and J. Skousen, 2007. Governance, CEO Power, and Acquisitions. *Working Paper*.

Patell, J., 1976. Corporate Forecasts of Earnings Per Share and Stock Price Behavior: Empirical Tests. *Journal of Accounting Research* , 246–276.

Rhoades, S., 1983. *Power, Empire Building, and Mergers*. Lexington, MA: D.C. Health & Co.

Rhodes-Kropf, M. and S. Viswanathan, 2004. Market Valuation and Merger Waves. *The Journal of Finance* (6), 2685–2718.

Roll, R., 1986. The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers. *Journal of Business* (2), 197–216.

Rovenpor, J., 1993. The Relationship Between Four Personal Characteristics of Chief Executive Officers and Company Merger and Acquisition Activity. *Journal of Business and Psychology* (1), 27–55.

Schneider, S. and R. Dunbar, 1992. A Psychoanalytic Reading of Hostile Takeover Events. *The Academy of Management Review* (3), 537–567.

Shleifer, A. and R. Vishny, 1989. Management Entrenchment: The Case of Manager-Specific Investments. *Journal of Financial Economics*, 123–139.

Shleifer, A. and R. Vishny, 2003. Stock Market Driven Acquisitions. *Journal of Financial Economics*, 295–311.

Walters, B., M. Kroll, and P. Wright, 2007. CEO Tenure, Boards of Directors, and Acquisition Performance. *Journal of Business Research*, 331–338.

Wright, P., M. Kroll, and E. Elenkov, 2002. Acquisition Returns, Increase in Firm Size and Chief Executive Officer Compensation: The Moderating Role of Monitoring. *Academy of Management Journal* (3), 599–609.

Yermack, D., 1996. Higher Market Valuation of Companies with a Small Board of Directors. *Journal of Financial Economics*, 185–211.

Tables

Table 1: Acquisition Announcements Frequency

This figure presents the year-by-year acquisition announcements frequencies, for both uncompleted and completed acquisition announcements, and acquiring firms and CEO frequencies. Our sample contains 203 acquisitions announced between January 1, 2000, and December 31, 2005. The acquiring and targets firms are publicly traded. The deal value is €1 million or more.

Year	Acquisitions Announcements	Completed Acquisitions	Uncompleted Acquisitions	Firm Frequency
2000	66	55	11	31
2001	44	32	12	30
2002	27	20	7	21
2003	15	11	4	13
2004	26	16	10	23
2005	25	20	5	16
Total	203	154	49	134

Table 2: Summary Statistics for Acquiring Firms' and CEOs' Characteristics

This table presents descriptive statistics of the variables related to CEO power, corporate governance and financial statements for acquiring firms, and the deal. The sample consists of 203 acquisition announcements made between January 1, 2000, and December 31, 2005. Variable definitions are provided in the Appendix 1.

	Variable	Mean	St-Dev.	Min.	Q1	Med.	Q3	Max.
<i>Panel A: CEO Power Variables</i>								
Structural Power	<i>CEO Duality</i>	0.70	0.46	0	0	1	1	1
Ownership Power	<i>Family Firm</i>	0.18	0.38	0	0	0	0	1
	<i>CEO Ownership</i>	0.99	5.57	0	0	0	0	52.35
Expertise Power	<i>Tenure</i>	7.13	6.49	0	2	5	11	35
	<i>Acquisition Experience</i>	7.11	8.06	0	1	4	11	39
Prestige Power	<i>Elite Education</i>	0.50	0.50	0	0	1	1	1
	<i>Outside Boards</i>	10.94	8.43	0	5	10	13	50
	<i>Outside CAC40 Boards</i>	0.96	1.28	0	0	0	2	5
<i>Panel B: Control Variables</i>								
Market Reaction	<i>SCARi</i>	0.01	1.02	-2.87	-0.55	-0.04	0.61	3.36
Governance	<i>CG Index</i>	0.49	0.16	0	0.37	0.48	0.60	0.87
	<i>Board Size</i>	17.66	5.72	5	13	18	21	31
Financial Statements	<i>Size</i>	4577	12029	65	302	932	2670	73289
	<i>Leverage</i>	28.40	12.30	0.00	19.01	30.37	36.40	59.23
	<i>Dividend</i>	1.06	0.85	0.00	0.50	0.88	1.40	4.47
	<i>ROE</i>	12.16	10.79	-45.34	8.32	12.72	17.62	62.60
Deal	<i>Cash</i>	0.81	0.39	0	1	1	1	1

Table 3: Univariate Statistics of Acquiring Firms and CEOs Characteristics

This table presents the mean and median univariate statistics related to the variables that describe the CEO characteristics, corporate governance and financial statements for acquiring firms, and the deal. The sample consists of 203 acquisitions announcements made between January 1, 2000, and December 31, 2005. Variable definitions are provided in the Appendix 1. ***, **, and * indicate statistical significance at the 1%, 5%, and 10% levels, respectively.

Variable	Total Sample N=203		ACQ = 0 N=49		ACQ = 1 N=154		Differences			
	Mean	Median	Mean	Median	Mean	Median	Mean	T Stat.	Median	Z Stat.
<i>Panel A: CEO Power Variables</i>										
Structural Power										
<i>CEO Duality</i>	0.7	1	0.78	1	0.68	1	-0.10	1.33	0.00	1.33
Ownership Power										
<i>Family Firm</i>	0.18	0	0.33	0	0.13	0	-0.20***	3.2	0.00***	3.13
<i>CEO Ownership</i>	0.99	0	3.22	0	0.28	0	-2.95***	3.3	0.00**	2.34
Expertise Power										
<i>Tenure</i>	7.13	5	9.22	7	6.47	5	-2.76***	2.63	-2.00	0.53
<i>Acquisition</i>										
<i>Experience</i>	7.11	4	5.43	3	7.64	5	2.21*	-1.68	2.00**	-2.4
Prestige Power										
<i>Elite Education</i>	0.5	1	0.37	0	0.55	1	0.18**	-2.19	1.00**	-2.17
<i>Outside Boards</i>	10.94	10	11.55	8	10.75	10	-0.80	0.58	2.00	-0.85
<i>Outside CAC40</i>										
<i>Boards</i>	0.96	0	0.59	0	1.07	0	0.48**	-2.32	0.00**	-1.96
<i>Panel B: Control Variables</i>										
Market Reaction										
<i>SCARi</i>	0.01	-0.04	-0.16	-0.19	0.06	-0.02	0.22	-1.29	0.18	-1.11
Governance										
<i>CG Index</i>	0.49	0.48	0.47	0.48	0.49	0.48	0.02	-0.66	0.00	0.04
<i>Board Size</i>	17.66	18	15.76	16	18.26	18	2.50***	-2.71	2.00***	-2.08
Financial										
Statements										
<i>Size</i>	4577.39	932.25	3815.63	757.62	4819.77	1028.3	1004.14	-0.51	270.68	-1.11
<i>Leverage</i>	28.4	30.37	30.16	30.8	27.84	30.24	-2.32	1.15	-0.56	0.53
<i>Dividend</i>	1.06	0.88	1.04	0.83	1.07	0.91	0.02	-0.15	0.09	-1.43
<i>ROE</i>	12.16	12.72	12.97	12.43	11.9	12.72	-1.07	0.61	0.29	-0.23
Deal										
<i>Cash</i>	0.81	1	0.86	1	0.8	1	-0.06	0.91	0.00	0.91

Table 4: Correlation Matrix

This table presents the correlation matrix. The sample consists of 203 acquisition announcements made between January 1, 2000, and December 31, 2005. Variable definitions are provided in the Appendix 1. ***, **, and * indicate statistical significance at the 1%, 5%, and 10% levels, respectively.

Variables	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)	(14)	(15)	(16)
CEO Duality (1)	1.00															
Family Firm (2)	0.11	1.00														
CEO Ownership (3)	0.07	0.26 ***	1.00													
Tenure (4)	0.34 ***	0.31 ***	0.35 ***	1.00												
Acquisition Experience (5)	0.16 **	-0.17 **	-0.14 *	0.16 **	1.00											
Elite Education (6)	0.16 **	-0.31 ***	-0.13 *	-0.11	0.43 ***	1.00										
Outside Boards (7)	-0.01	0.09	0.05	0.26 ***	0.09	-0.04	1.00									
Outside CAC40 Boards (8)	0.41 **	-0.23 ***	-0.13 *	0.14 **	0.24 ***	0.25 ***	0.13 *	1.00								
SCARi (9)	-0.07	0.04	0.03	-0.07	-0.12 *	-0.09	0.05	-0.12 *	1.00							
CG Index (10)	0.00	-0.10	0.06	0.12 *	0.24 ***	0.17 **	0.16 **	-0.13 *	0.04	1.00						
Board Size (11)	0.09	-0.36 ***	-0.29 ***	-0.13 *	0.38 ***	0.54 ***	-0.04	0.29 ***	-0.13 *	-0.08	1.00					
Size (12)	-0.09	0.14 **	-0.05	-0.03	-0.02	-0.02	0.03	0.23 ***	0.01	-0.07	-0.14 **	1.00				
Leverage (13)	0.05	-0.02	0.01	0.00	0.18 **	0.12 *	0.10	-0.12 *	-0.01	0.00	-0.01	-0.22 ***	1.00			
Dividend (14)	0.06	-0.32 ***	-0.07	-0.15 **	0.12 *	0.08	-0.12 *	0.28 ***	0.11	-0.16 **	0.21 ***	-0.22 ***	0.21	1.00		
ROE (15)	-0.06	0.03	0.00	0.10	0.08	-0.08	0.03	0.12 *	0.01	0.01	0.15 **	0.03	-0.08	0.11	1.00	
Cash (16)	0.02	0.09	0.04	0.12 *	-0.03	-0.12 *	0.03	0.02	0.08	-0.01	-0.08	-0.11	0.08	0.12 *	0.23 ***	1.00

Table 5: Logistic Regression of the Probability of Completing an Acquisition

This table presents the results of logistic regression of the probability of completing an acquisition. The dependent variable is ACQ, a dummy variable, that equals 1 if the firm has completed an acquisition and 0 otherwise. The sample consists of 203 acquisition announcements made between January 1, 2000, and December 31, 2005. Although the industry and year dummy variables are included in our model, for the sake of aesthetics, we do not present them in our results. Variable definitions are provided in the Appendix 1. ***, **, and * indicate statistical significance at the 1%, 5%, and 10% levels, respectively.

Explanatory Variables	ACQ = 1 (N = 203)
Intercept	-2.377
<i>SCAR_i</i>	0.423 **
<i>CG Index</i>	0.214
<i>Board Size</i>	0.417 **
<i>Board Size</i> ²	-0.009 **
<i>logSize</i>	0.163
<i>Leverage</i>	-0.015
<i>Dividend</i>	-0.086
<i>ROE</i>	-0.016
<i>Cash</i>	-0.048
Maximum Likelihood: $\chi^2 = 35.63$	***
Percent Concordant:	76.2
R ² Adjusted:	24.07

Table 6: Logistic Regression of the Probability of a Completed Acquisition According CEO Power

This table presents the results of the logistic regression of the probability of completing an acquisition. The dependent variable is ACQ, a dummy variable that equals 1 if the firm has completed an acquisition and 0 otherwise. The sample consists of 203 acquisition announcements made between January 1, 2000, and December 31, 2005. Although the industry and year dummy variables are included in our model, for the sake of aesthetics, we do not present them in our results. Variable definitions are provided in the Appendix 1. ***, **, and * indicate statistical significance at the 1%, 5%, and 10% levels, respectively.

Panel A: Logit Regressions Modeling the Likelihood of Completing an Acquisition		ACQ = 1 (N = 203)
	Explanatory Variables	
	Intercept	-0.242
Structural Power	<i>CEO Duality</i>	-0.971
	<i>CEO Duality*SCAR_i</i>	-1.397 **
Ownership Power	<i>Family Firm</i>	0.137
	<i>CEO Ownership</i>	-0.159 *
	<i>Family Firm*SCAR_i</i>	-0.302
	<i>CEO Ownership *SCAR_i</i>	0.124
Expertise Power	<i>Tenure</i>	-0.026
	<i>Acquisition Experience</i>	0.045
	<i>Tenure*SCAR_i</i>	0.126 **
	<i>Acquisition Experience*SCAR_i</i>	0.051
Prestige Power	<i>Elite Education</i>	-0.118
	<i>Outside Boards</i>	-0.037
	<i>Outside CAC40 Boards</i>	0.846 ***
	<i>Elite Education*SCAR_i</i>	-0.961 *
	<i>Outside Boards*SCAR_i</i>	-0.056 *
	<i>Outside CAC40 Boards*SCAR_i</i>	-0.155
Control Variables	<i>SCAR_i</i>	1.834 **
	<i>CG Index</i>	0.406
	<i>Board Size</i>	0.526 **
	<i>Board Size²</i>	-0.014 **
	<i>logSize</i>	0.123
	<i>Leverage</i>	-0.004
	<i>Dividend</i>	-0.785 **
	<i>ROE</i>	-0.039
	<i>Cash</i>	-0.277
	Maximum Likelihood:	$\chi^2 = 67.86$ ***
	Percent Concordant: 84.9 / R ² Adjusted: 42.48	

Panel B: Confusion Matrix

		Predicted		Total
		Uncompleted	Completed	
Actual	Uncompleted	24 48.98%	25 51.02%	49 100%
	Completed	9 5.84%	145 94.16%	154 100%
	Total	33	170	203

Table 7: Frequency Tables Between Market Reaction and CEO Powers

This table presents the frequency matrix between market reaction and CEO power. Variable definitions are provided in the Appendix 1. CEOs are characterized as having a low power if *CEO Duality*, *Family Firm*, or *Elite Education* is equal to 1 or if *CEO Ownership*, *Tenure*, *Acquisition Experience*, *Outside Boards*, and *Outside CAC40 Boards* is strictly above average. CEOs are characterized as having a low power if *CEO Duality*, *Family Firm*, or *Elite Education* is equal to 0 or if *CEO Ownership*, *Tenure*, *Acquisition Experience*, *Outside Boards*, and *Outside CAC40 Boards* is below average. The reported coefficients of frequency are expressed in percents.

Explanatory Variables	CEO with a Low Power		CEO with a Low Power		Cramer's V
	SCAR _i ≤ 0	SCAR _i > 0	SCAR _i ≤ 0	SCAR _i > 0	
Structural Power					
CEO Duality	15.76	14.29	37.93	32.02	0.016
Ownership Power					
Family Firm	44.83	37.44	8.87	8.87	-0.034
CEO Ownership	51.23	42.86	2.46	3.45	-0.06
Expertise Power					
Tenure	32.02	29.56	21.67	16.75	0.043
Acquisition Experience	32.51	32.02	21.18	14.29	0.09
Prestige Power					
Elite Education	24.14	25.62	29.56	20.69	0.103
Outside Boards	32.02	24.63	21.67	21.67	-0.065
Outside CAC Boards	29.06	26.11	24.63	20.2	0.023

Figure 6: Summary of Hypotheses

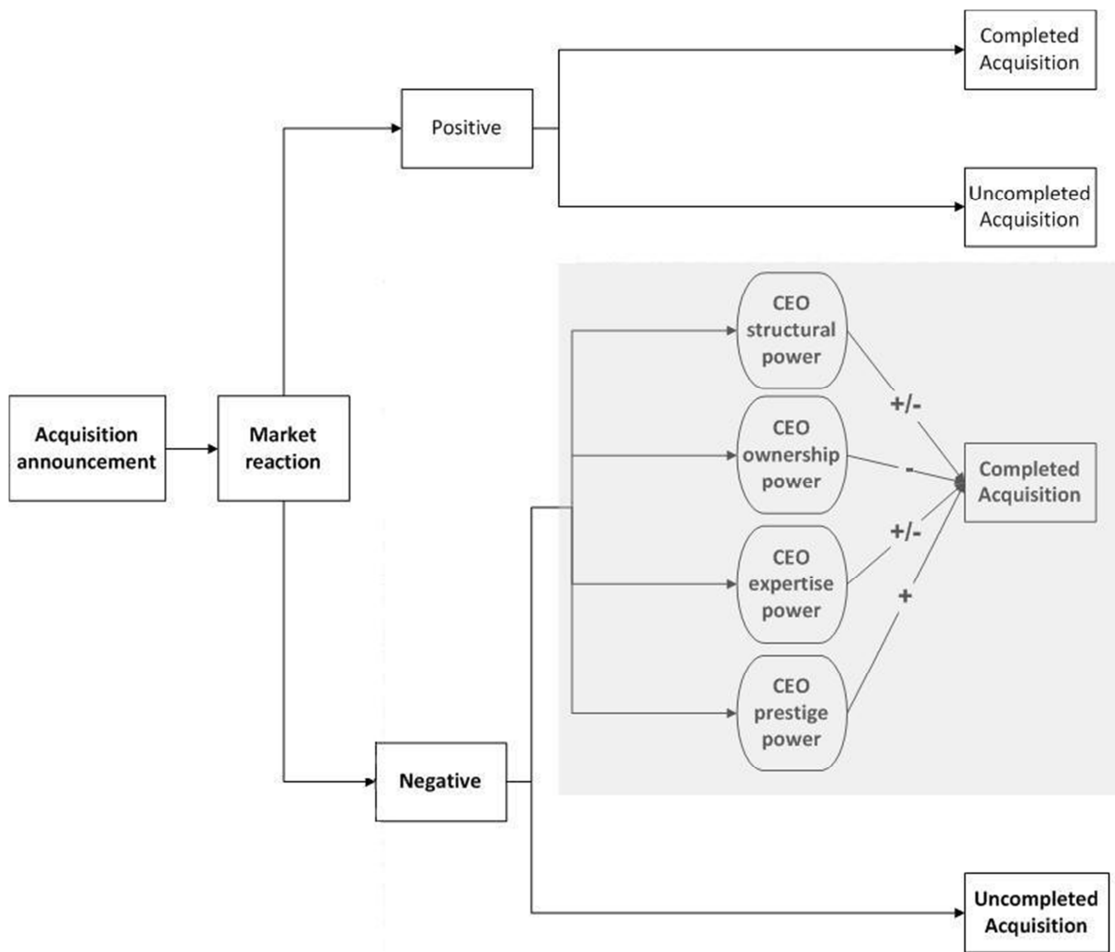


Figure 7: Connections between CAC40 Firms' Boards

This figure shows the presence of CAC40 firms' CEOs in CAC40 firms' boards in 2008.

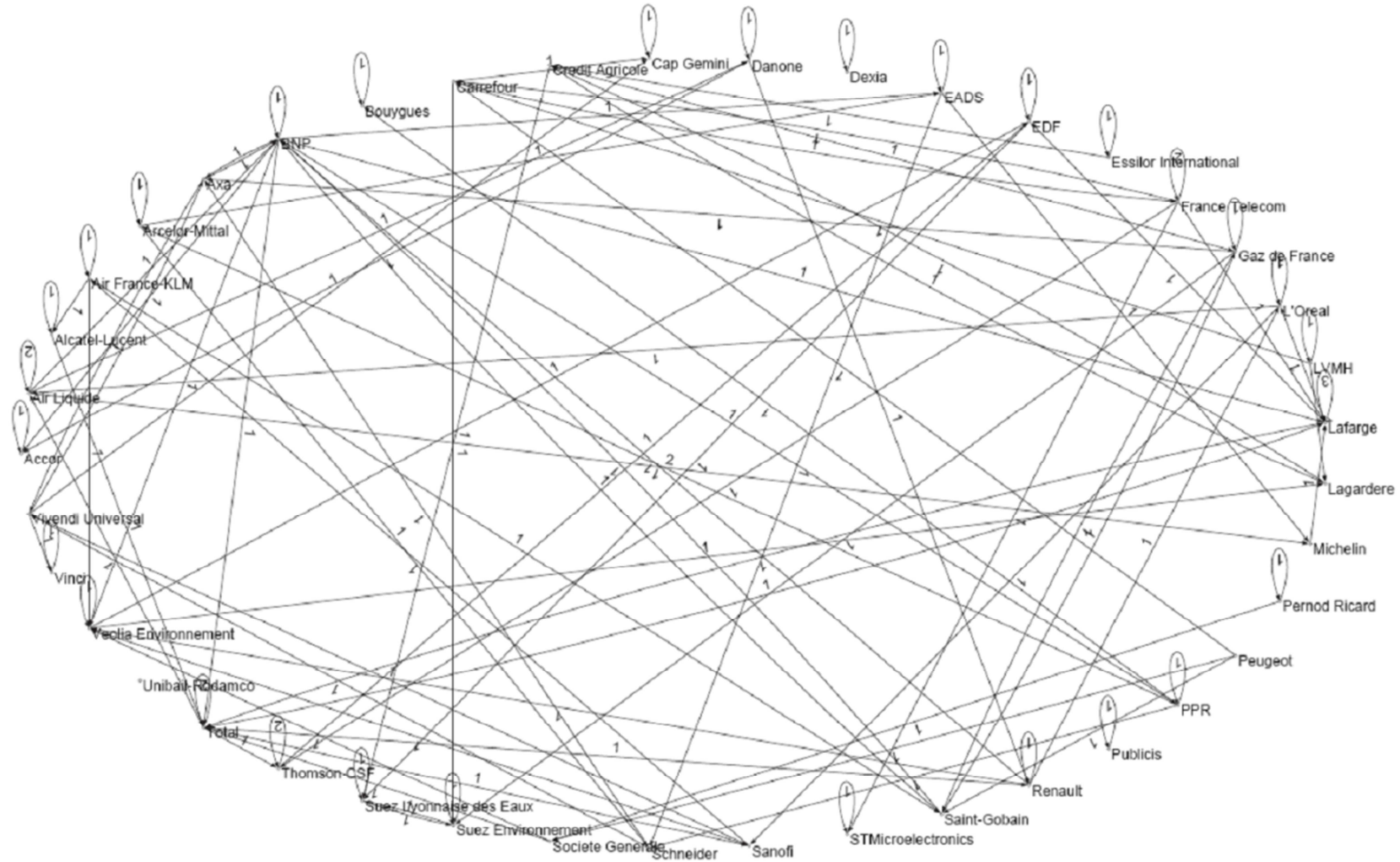


Figure 8: The Information Flows by Considering the Networks Influence

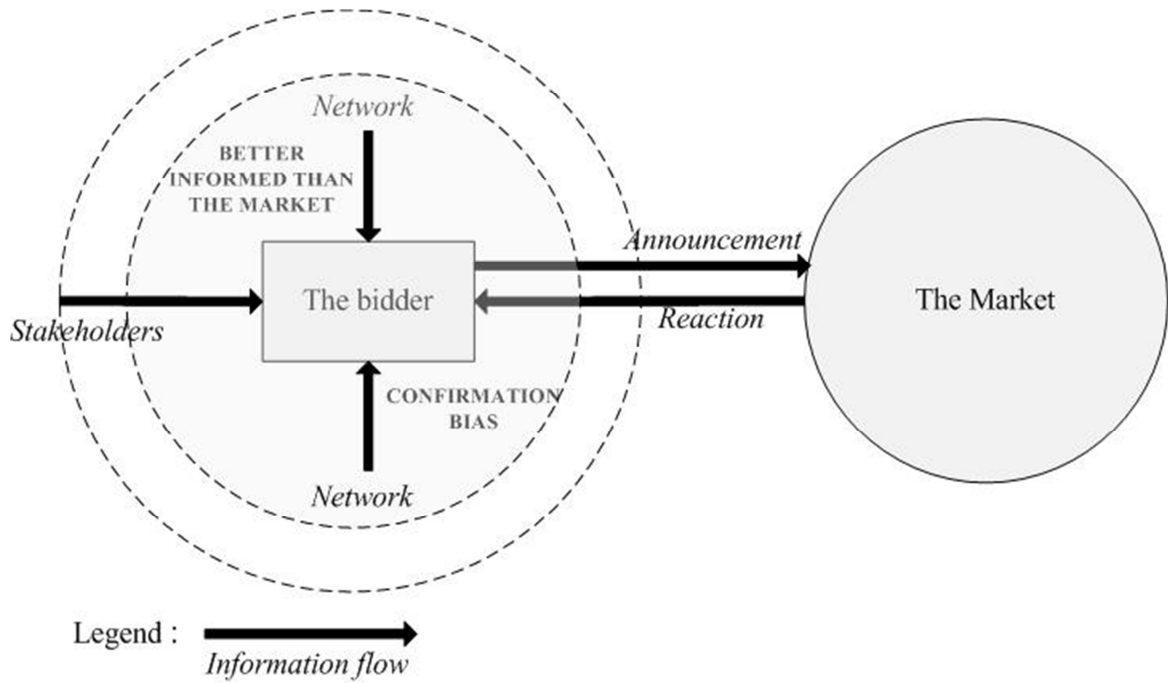
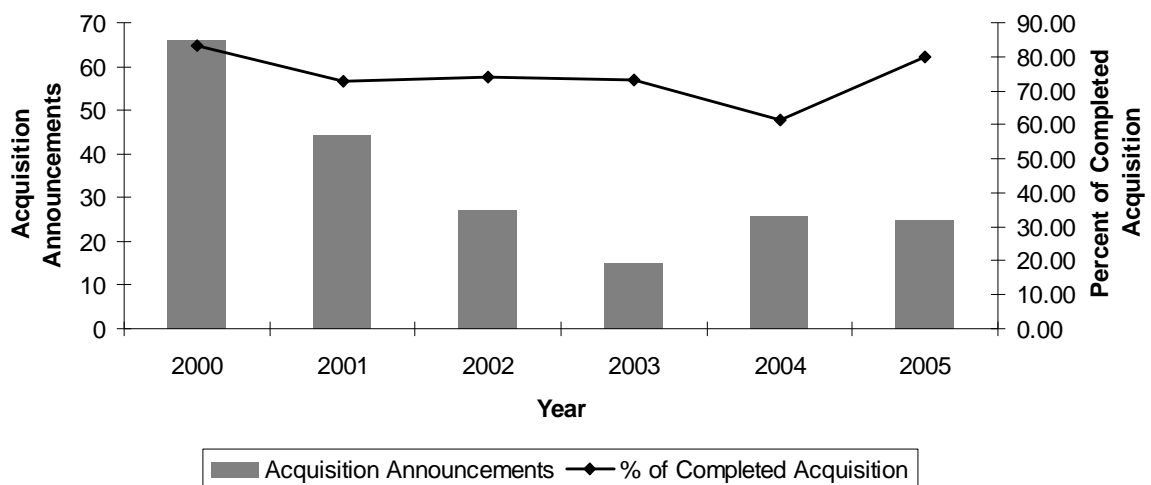


Figure 9: Acquisition Announcements Frequency

This figure presents the year-by-year acquisition announcements frequencies. The minimum deal value is € 1 million, the minimum percentage of shares that acquiring firms sought to own after the transaction is 50%, and all deals were announced between January 1, 2000, and December 31, 2005.



Appendix 1: Variables Description

Type	Variables	Description
Structural Power	Dualist (<i>CEO Duality</i>) (Dummy)	1 if CEO holds positions as both CEO and board chair, 0 otherwise
Ownership Power	Founders (<i>Family Firm</i>) (Dummy)	1 if the CEO is the founder or the heir of the founder family, 0 otherwise
	CEO capital owned (<i>CEO Ownership</i>) (%)	Percentage of outstanding firm capital held by the CEO
Expertise Power	Tenure (<i>Tenure</i>)	Number of years the individual has been firm CEO
	Experience (<i>Acquisition Experience</i>)	Number of acquisitions cumulated previously completed by CEO between January 1, 1990, and December 31, 2005, and whose the minimum deal value is €1 million
Prestige Power	Education background (<i>Elite Education</i>) (Dummy)	1 if CEO is graduate of ENA or X, 0 otherwise
	Directorships (<i>Outside Boards</i>)	Number of CEO directorships
	Directorships (<i>Outside CAC40 Boards</i>)	Number of CEO directorships in the CAC40 firms' boards
Market Reaction	Standardized cumulative abnormal returns (<i>SCAR_i</i>)	<i>SCAR_i</i> is the standardized cumulative abnormal returns of acquiring firm around M&A announcement
Governance	Corporate governance index (<i>CG Index</i>)	Governance score developed by Bollaert et al. (2009)
	Board size (<i>Board Size</i>)	Number of directors on the board
Financial Statements	Capitalization (<i>Size</i>) (€)	Number of shares outstanding, multiplied by stock prices
	Leverage (<i>Leverage</i>)(%)	Debt on Assets
	Dividend (<i>Dividend</i>)(€)	Dividend per share
	Return of equity (<i>ROE</i>)(%)	Result per share divided by equity
Deal	Method of payment (<i>Cash</i>)(Dummy)	1 if the acquisition is paid for by cash, 0 otherwise
Others	Year (Dummy)	Year of announcement
	Industry	1 if the standard industrial classification (SIC) code (2 digit) of acquiring firm is the same as that of the acquired firms, 0 otherwise

CONCLUSION GENERALE

Conclusion Générale

Cette thèse fait état de la place du dirigeant dans l'entreprise. Dans un premier temps nous nous sommes intéressée au profil des dirigeants en France ainsi qu'à leur évolution au cours de ces vingt dernières années (chapitre 1), puis nous nous sommes penchée sur le phénomène d'endogamie dans la sélection des dirigeants ainsi qu'à ses conséquences en termes de performance (chapitre 2). Nous avons ensuite ciblé notre recherche sur l'effet du dirigeant sur la performance de la firme (chapitre 3) et enfin, nous avons orienté notre analyse sur le pouvoir du dirigeant sur les décisions d'acquisition (chapitre 4). En premier lieu, cette conclusion générale présente une synthèse et une partie des contributions apportées tout au long de la thèse, en second lieu nous abordons les limites relatives à notre travail et proposons des perspectives ultérieures de recherche.

Synthèse et contributions de la recherche

L'Ecole Polytechnique et l'ENA ont diplômé plus de la moitié des dirigeants de l'indice phare de la place boursière parisienne. Couplé par l'intégration d'un grand corps (plus particulièrement celui des Mines) ou un passage dans l'Inspection des Finances, le passage par ces institutions augmente considérablement les chances de parvenir à la direction des grandes entreprises. Afin de nous rendre compte de l'évolution des visages des grands patrons en France, nous avons investi les caractéristiques des dirigeants du CAC 40 de 1990 à 2010 (chapitre 1). La formation d'origine des dirigeants s'est davantage diversifiée. De façon générale, les ingénieurs continuent à avoir la côte mais sont talonnés de plus en plus près par les grandes écoles de commerce (HEC, ESCP, ESSEC) qui ont leur place petit à petit dans la haute sphère des entreprises. Nous

avons constaté l'apparition d'une catégorie de profils « haut de gamme » qui cumule les médailles des écoles les plus adulées (X-ENA, HEC-ENA). L'université reste largement sous-représentée dans la formation des élites, sauf quand il s'agit d'un diplôme provenant d'une université américaine prestigieuse. En termes de parcours, la carrière en interne avec un passage à la direction d'une filiale à l'étranger reste le chemin le plus pratiqué pour parvenir à la direction d'un groupe. Le statut de dirigeant-fondateur ne s'est pas renouvelé avec les années, les opportunités offertes jusque dans les années 90 sont moins nombreuses et ont durci les exigences du marché. Les scandales financiers (Enron, Vivendi, etc.) ont conduit à considérer davantage les compétences des dirigeants notamment en limitant la durée de leurs mandats ainsi qu'en instaurant des limites d'âge. Ainsi, nous assistons à un rajeunissement de la population des dirigeants où les sexagénaires passent le bâton à des dirigeants de vingt ans leurs cadets. Nous avons noté également un mouvement d'internationalisation des dirigeants. Il s'agit surtout de la conséquence des fusions/acquisitions/alliances avec des groupes étrangers. Enfin, nous déplorons que le sujet PDG se conjugue toujours au masculin, la France restant un pays développé particulièrement en retard en matière de parité homme/femme. Bien que nous remarquons quelques évolutions, les grands patrons français demeurent issus d'une élite assez étroite et qui, malgré l'évolution du paysage économique, se reproduit au fil des générations. Outre la description de la physionomie des grands patrons, ce chapitre premier évoque les conséquences au niveau des relations qui sont entretenues entre ces grands noms du monde des affaires. En effet, en plus de la réputation concernant le haut degré de sélectivité ainsi que la qualité de l'enseignement, les grandes écoles sont de réels vecteurs multiplicateurs d'opportunités par les réseaux sociaux tissés par les *Alumni*. Une conséquence étant ce que l'on appelle la « consanguinité » des grands patrons, c'est-à-dire le fait que la plupart des numéros un du CAC 40 siègent au sein des conseils d'autres entreprises de l'indice, outrepassant les recommandations au sujet de

l'indépendance des administrateurs ainsi que la limitation du nombre de mandats des dirigeants.

A travers le chapitre 2, nous avons exploré les conséquences du monde fermé des grands patrons des entreprises françaises sur la sélection des dirigeants en se demandant si les entreprises avaient tendance à recruter des dirigeants diplômés de la même école que leurs prédécesseurs et quels étaient les facteurs favorisant ce phénomène d'endogamie. L'Ecole Polytechnique s'avère être de loin celle qui pratique le plus la cooptation entre *Alumni*. En effet, le remplacement d'un polytechnicien a de fortes chances de se faire par un candidat issu de la même école. Nous avons ensuite montré que la succession interne et la succession familiale ainsi qu'un contexte de changement préparé augmentait la probabilité d'observer une endogamie stricte dans la sélection (les dirigeants qui se succèdent ont le même type de diplôme). Ceci s'explique notamment par la volonté de continuité de l'entreprise ainsi que par la forte incidence du dirigeant sortant encore décisionnaire dans l'entreprise. A l'inverse, le recrutement à l'externe, le départ forcé ainsi que le changement de type de gouvernance de la firme diminuent significativement les chances d'observer une endogamie stricte. L'influence des départs forcés est la conséquence d'un désir de rupture suite à de mauvais résultats. Nous avons constaté que le changement de type de gouvernance va dans le sens d'une gouvernance plus efficace dans la mesure où le choix du nouveau dirigeant ne semble pas avoir été influencé par les préférences personnelles du dirigeant remplacé. Nous nous sommes ensuite penchée sur la question de la performance en testant l'impact de l'endogamie sur la performance de la firme. Nous avons relevé un effet positif de l'endogamie large (les dirigeants qui se succèdent ont le même profil) sur la performance de la firme. La succession par des individus qui partagent un langage similaire apparaît plus bénéfique pour les entreprises. En revanche, nous n'avons pas pu établir de lien significatif entre l'endogamie stricte et l'endogamie des élites avec la performance de l'entreprise.

Dans le chapitre 3, nous avons testé directement le lien entre le dirigeant et la performance de la firme. S'inspirant de la méthodologie de Lierberson et O'Connor (1972), nous avons mesuré la part de performance attribuable au dirigeant compte tenu de l'environnement dans lequel il évolue. Ainsi, en contrôlant les effets macroéconomiques et organisationnels, nous avons estimé un effet « dirigeant » de l'ordre de 15 % à 20 % mais qui ne s'observe pas au même moment, selon que l'on considère la performance comptable ou financière de l'entreprise. L'effet « dirigeant » est quasi instantané sur les indicateurs financiers alors qu'il est décalé de deux à trois ans lorsqu'on considère le ROA. Tandis que la performance boursière reste très réactive aux décisions prises par le dirigeant, la performance comptable, qui découle des investissements ultérieurs, nécessite un certain temps pour être traduite en termes de performance.

Enfin, le dernier chapitre développe une analyse plus spécifique de l'effet du dirigeant tout en intégrant la dimension de son profil. Nous avons étudié l'impact du pouvoir du dirigeant sur les décisions d'acquisitions de la firme. Nous avons porté notre attention sur l'impact du pouvoir du dirigeant, décliné en quatre types de pouvoir : le pouvoir structurel, le pouvoir de propriété, le pouvoir d'expertise et le pouvoir de prestige (Finkelstein, 1977), sur la décision de poursuivre une acquisition qui n'a pas été approuvée par le marché au moment de l'annonce. Nos résultats ont montré que les dirigeants dotés du pouvoir de propriété ou du pouvoir d'expertise sont plus à l'écoute du marché et abandonnent leurs projets d'acquisitions s'ils sont mal perçus par ce dernier. En effet, les dirigeants qui sont impliqués financièrement dans la firme sont davantage prudents vis-à-vis du risque et partagent plus facilement l'opinion des actionnaires. Ceux qui ont une carrière significative se fient à leurs expériences passées et restent plus réceptifs aux messages émis par le marché. L'influence positive du pouvoir structurel sur la probabilité de poursuivre une acquisition désapprouvée par le marché montre que le cumul des postes de directeur général et de président du conseil d'administration tend à augmenter la

confiance que le dirigeant accorde à son jugement. Enfin, les dirigeants semblent s'en remettre davantage aux informations privées notamment quand elles sont véhiculées à travers des réseaux élitistes.

Limites et perspectives ultérieures de recherche

L'ensemble de nos études a été mené à l'aide de données essentiellement recueillies à la main et qui ont, parfois, fait l'objet d'une analyse au cas par cas notamment concernant le profil des dirigeants ainsi que le contexte des changements de dirigeants. Afin de travailler sur des échantillons significatifs, nous avons mené la plupart nos recherches sur une période débutant en 1990. Or, certaines données telles que les caractéristiques du conseil d'administration, ou encore le montant des rémunérations sont peu ou pas du tout accessibles lorsque l'on remonte un peu trop loin dans le temps. Dans le chapitre 4, qui couvre la période 2000-2005, nous avons pu traiter l'ensemble des éléments disponibles à nos jours, notamment par la construction d'un indice de gouvernance. Par contre, concernant les chapitres 2 et 3, nous n'avons pas pu intégrer l'ensemble des facteurs pouvant jouer un rôle déterminant dans l'influence du dirigeant sur la performance des entreprises dans nos analyses empiriques. Dans le prolongement du travail effectué, nous souhaiterions intégrer ces éléments à notre réflexion en réactualisant nos données afin de se concentrer sur une période pour laquelle ces informations sont accessibles pour l'ensemble des entreprises concernées.

Les résultats de la thèse ont été dégagés à partir d'études empiriques. Nous avons comparé les performances et décisions des dirigeants dans le cadre d'une analyse transversale. Nous avons songé à suivre les performances d'un même dirigeant au sein de plusieurs entreprises. Or la faible taille de l'échantillon recueilli nous a conduit à abandonner cette idée. En revanche, cette piste de recherche reste envisageable dans le cadre d'une étude qualitative. En effet, nous

pourrions envisager une étude de cas qui s'intéresserait à l'influence des caractéristiques de quelques dirigeants représentatifs du capitalisme français et ayant évolué dans différentes firmes sur la performance. Il serait ainsi opportun d'apprécier l'importance du dirigeant en vérifiant si son style managérial persiste d'une entreprise à une autre.

Nous avons concentré nos mesures de réseaux autour de l'origine scolaire ainsi que la participation aux conseils d'administration, il serait intéressant de s'intéresser aux autres formes de réseaux sociaux qui lient les dirigeants. Il peut s'agir des réseaux professionnels (Le Siècle, ...) et pourquoi pas les réseaux informels, nous soulignons toutefois l'aspect très ambitieux de cette dernière perspective.

Enfin, dans le prolongement de notre premier chapitre, nous envisageons une comparaison internationale des profils des dirigeants afin de mettre davantage en évidence la spécificité du cas français.

Sommaire des tables et figures

Chapitre 1

Tableaux

<i>Tableau 1 : Top 10 des cumulars du CAC 40.....</i>	<i>47</i>
<i>Tableau 2 : Répartition des principaux diplômes qui concernent les dirigeants du CAC 40 de 1990 à 2010.....</i>	<i>50</i>
<i>Tableau 3 : Répartition des diplômes des dirigeants du CAC 40 de 1990 à 2010.....</i>	<i>52</i>
<i>Tableau 4 : Répartition de l'origine des dirigeants du CAC 40 de 1990 à 2010.....</i>	<i>56</i>
<i>Tableau 5 : Représentation des dirigeants du CAC 40 de nationalité étrangère de 1990 à 2010.....</i>	<i>57</i>
<i>Tableau 6 : Analyse descriptive de l'âge des dirigeants en France de 1990 à 2010.....</i>	<i>60</i>

Graphiques

<i>Graphique 1 : Représentation graphique de l'âge des dirigeants en France de 1990 à 2010.....</i>	<i>60</i>
<i>Graphique 2 : Répartition des turnovers en fonction des années par type de secteur d'activité.....</i>	<i>127</i>

Chapitre 2

Tableaux

<i>Tableau 7 : Recrutement interne VS recrutement externe : analyse comparative.....</i>	<i>81</i>
<i>Tableau 8 : Synthèse des hypothèses et des résultats.....</i>	<i>98</i>
<i>Tableau 9 : Répartition du type de succession en fonction de l'année du turnover.....</i>	<i>107</i>
<i>Tableau 10 : Répartition des dirigeants fondateurs présents au SBF250 en 2008 en fonction de l'année de création de leur entreprise.....</i>	<i>108</i>
<i>Tableau 11 : Répartition des dirigeants remplacés en fonction de leur origine.....</i>	<i>108</i>
<i>Tableau 12 : Répartition des changements de dirigeants en fonction de la raison du départ et de l'année du turnover.....</i>	<i>109</i>
<i>Tableau 13 : Répartition des turnovers en fonction du motif annoncé par l'entreprise.....</i>	<i>110</i>
<i>Tableau 14 : Statistiques sur le nombre de dirigeants ayant pris la présidence du poste de président de conseil d'administration ou de président du conseil de surveillance.....</i>	<i>110</i>
<i>Tableau 15 : Comparaison de la moyenne d'âge du dirigeant remplacé en fonction du type de succession.....</i>	<i>110</i>
<i>Tableau 16 : Comparaison de la moyenne de l'ancienneté du dirigeant remplacé en fonction du type de succession.....</i>	<i>111</i>

Tableau 17 : Répartition de l'ancienneté du dirigeant sortant en fonction du motif de turnover ...	111
Tableau 18 : Comparaison de la moyenne d'âge en fonction de la raison du turnover.....	112
Tableau 19 : Comparaison de la moyenne d'âge du dirigeant remplaçant en fonction du type de succession	112
Tableau 20 : Répartition du type de succession en fonction du secteur d'activité.....	113
Tableau 21 : Répartition des raisons du turnover en fonction du secteur d'activité	114
Tableau 22 : Répartition des cas d'endogamie large en fonction du type de similarité	115
Tableau 23 : Répartition des cas d'endogamie stricte en fonction du type de similarité	115
Tableau 24 : Répartition du diplôme des dirigeants en fonction du secteur d'activité.....	116
Tableau 25 : Répartition de l'endogamie large en fonction du secteur d'activité	117
Tableau 26 : Répartition de l'endogamie stricte en fonction du secteur d'activité	118
Tableau 27 : Répartition de l'endogamie stricte en fonction du secteur d'activité	119
Tableau 28: Répartition de l'endogamie large en fonction du type de succession	120
Tableau 29: Répartition de l'endogamie stricte en fonction du type de succession	120
Tableau 30: Répartition de l'endogamie des élites en fonction du type de succession	120
Tableau 31 : Estimation logistique de la probabilité d'observer un phénomène d'endogamie large dans la sélection du nouveau dirigeant	121
Tableau 32 : Estimation logistique de la probabilité d'observer un phénomène d'endogamie large dans la sélection du nouveau dirigeant	122
Tableau 33 : Estimation logistique de la probabilité d'observer un phénomène d'endogamie stricte dans la sélection du nouveau dirigeant	123
Tableau 34 : Estimation logistique de la probabilité d'observer un phénomène d'endogamie des élites dans la sélection du nouveau dirigeant	124
Tableau 35 : Tests de comparaison de moyenne	125
Tableau 36 : Effet de l'endogamie des dirigeants sur la performance de l'entreprise.....	126

Figures

Figure 1 : Les forces affectant le pouvoir discrétionnaire du dirigeant	25
Figure 2 : Les trois axes d'analyse de l'évaluation du dirigeant	79
Figure 3 : Les facteurs déterminants dans la sélection du dirigeant	83

Chapitre 3

Tableaux

Tableau 37 : Résultats présentés par les principales études.....	147
Tableau 38 : Décomposition de la variance des indicateurs de performance suivant l'année, la firme et le dirigeant avec création d'un effet retard de la variable « Dirigeant » de 0, 1, 2 et 3 ans	170
Tableau 39 : Décomposition de la variance des indicateurs de performance suivant l'année, la firme et le dirigeant avec création d'un effet retard de la variable DIRIGEANT de 0, 1, 2 et 3 ans pour un échantillon cylindré	172

Figures

<i>Figure 4 : Présentation du cadre hypothétique</i>	153
<i>Figure 5 : Les choix stratégiques sous la rationalité limitée : la construction de la réalité du dirigeant (Finkelstein, Hambrick et Cannella, 2009)</i>	157

Graphiques

<i>Graphique 3 : Evolution du R² ajusté relatif à l'effet dirigeant en fonction du niveau de retard créé</i>	171
<i>Graphique 4 : Evolution du R² ajusté relatif à l'effet dirigeant en fonction du niveau de retard créé (panel B)</i>	173

Chapitre 4

Tables

<i>Table 1: Acquisition Announcements Frequency</i>	206
<i>Table 2: Summary Statistics for Acquiring Firms' and CEOs' Characteristics</i>	207
<i>Table 3: Univariate Statistics of Acquiring Firms and CEOs Characteristics</i>	208
<i>Table 4: Correlation Matrix</i>	209
<i>Table 5: Logistic Regression of the Probability of Completing an Acquisition</i>	210
<i>Table 6: Logistic Regression of the Probability of a Completed Acquisition According CEO Power.</i>	211
<i>Table 7: Frequency Tables Between Market Reaction and CEO Powers</i>	212

Figures

<i>Figure 6: Summary of Hypotheses</i>	213
<i>Figure 7: Connections between CAC40 Firms' Boards</i>	214
<i>Figure 8: The Information Flows by Considering the Networks Influence</i>	215
<i>Figure 9: Acquisition Announcements Frequency</i>	215

L'effet du dirigeant sur la performance de l'entreprise

Thèse soutenue le 17 novembre par Sabrina Chikh sous la direction de Pascal Grandin dans le cadre du :
Lille School of Management and Research Center, discipline : sciences de gestion, spécialité Finance

L'influence des dirigeants sur la performance (ou contre-performance) de la firme fait l'objet de nombreux débats. Selon la vision déterministe, les pressions internes et externes qui s'exercent sur le dirigeant sont si importantes que ce dernier dispose de très peu de marge de manœuvre pour influencer les résultats de la firme. D'un autre côté, selon les partisans de l'école du leadership, le dirigeant est l'unique architecte de l'entreprise et c'est à lui qu'incombe la performance de l'entreprise. Ces deux points de vue sont nuancés par le concept de latitude managériale qui mesure la marge de manœuvre dont le dirigeant qui lui permet de se démarquer significativement des autres entreprises du secteur. Cette thèse s'intéresse à la responsabilité du dirigeant sur la performance de la firme ainsi que sur les décisions qui y sont opérées. Elle porte sur les grands patrons français qui ont, notamment, la particularité de former de puissants réseaux sociaux. Le premier chapitre dresse un portrait des grands dirigeants français et met en évidence les principales caractéristiques des décideurs hexagonaux. Le deuxième chapitre étudie le phénomène d'endogamie observé lors des successions de dirigeants ainsi que l'impact sur la performance de la firme. Le troisième chapitre propose une évaluation de l'effet du dirigeant sur la performance de la firme. Enfin le quatrième chapitre mesure l'impact du pouvoir du dirigeant sur les décisions de croissance externe de la firme. Cette thèse corrobore l'idée que le pouvoir économique demeure au sein d'une caste dirigeante fermée.

Mots clefs français : Acquisitions, Dirigeant, Endogamie, Gouvernance d'entreprise, Latitude managériale, Performance, Réseaux sociaux

The CEO Effect on the Firm Performance

PhD thesis defended on November 17th 2010, by Sabrina Chikh, supervised by Pascal Grandin inside the:
Lille School of Management and Research Center, speciality Finance

CEO effect on firm performance (or non-performance) is the point of many debates. According to the deterministic view, the CEO is constrained by internal and external forces and has no enough latitude for influence significantly the firm outcomes. Other side, the leadership school considers that the CEO is the only one designer of the firm and is the responsible of the firm performance. These views are qualified by the managerial discretion which measures the margin flexibility the CEO has in order to make decisions to, significantly, differentiate the firm from others within a same sector. This thesis focuses on the CEO's effect on the firm performance and the decisions that are operated in the firm. It deals with the major French CEOs who have the particularity to build powerful social networks. Chapter 1 is about the major French CEOs and draws the main features of these deciders. The phenomenon of endogamy observed during CEO succession and its impact on the firm performance are studied in Chapter 2. Chapter 3 offers an evaluation of the CEO's impact on the firm performance and Chapter 4 measures the CEO's power on decision about the acquisitions. This thesis confirms the idea that the economic power remains inside a closed executive cast.

Keywords: Acquisitions, CEO, Endogamy, Corporate Governance, Managerial discretion, Performance, Social Networks

Unité de recherche/Research unit: Lille School of Management and Research Center, 2 rue de Mulhouse, BP 381, 59020 Lille Cedex, <http://www.lsmrc.com>

Ecole doctorale/Doctoral school : Ecole doctorale des sciences juridiques, politiques et de gestion, n° 74, 1 place Déliot, 59000 Lille, ecodoc@univ-lille2.fr, <http://edoctore74.univ-lille2.fr>

Université/University : Université Lille 2, Droit et Santé, 42 rue Paul Duez, 59000 Lille, <http://www.univ-lille2.fr>