

Légitimité et enracinement du dirigeant par le réseau des administrateurs*

Jean-Pierre PICHARD-STAMFORD
Université Montesquieu - Bordeaux IV

Correspondance :
IRGAE Bordeaux
35, Place Pey-Berland
33076 Bordeaux Cedex
Email : J-P.Stamford@wanadoo.fr

Résumé : L'étude explore les motivations du dirigeant à se doter d'un conseil d'administration très centralisé. Les informations circulant par le réseau des connexions interconseils œuvrent à la stabilisation du champ organisationnel de la firme et facilitent la justification des décisions de la firme. Ainsi peut s'opérer une « légitimation » du dirigeant favorisant son enracinement sans détruire de la performance pour la firme. La méthodologie est hypothético-déductive. L'échantillon moyen comprend 189 firmes françaises cotées sur la période 1988-1993.

Mots clés : administrateurs – dirigeant – enracinement – légitimité – liens interconseils – performance.

Abstract : The subject evokes the CEO motivations to develop Board interlocks. Through Boards networks, the CEO is able to grasp information serving the stabilization of the organizational field of the firm and to defend controversial decisions more easily. The paper also describes the CEO's entrenchment within these networks regarding the performance of the firm: any significant influence on performance is detected. The average sample comprises 189 French firms quoted on the Paris stock market between 1988 and 1993.

Key words : directors – CEO – entrenchment – legitimacy – board interlocks – performance.

* L'auteur est membre du CREF-IRGAE. Il remercie les rapporteurs anonymes pour les remarques et suggestions prodiguées lors de la rédaction de cet article.

La gouvernance des firmes françaises est caractérisée par une forte densité des liens interconseils : 18 % des firmes françaises ont des administrateurs multi-mandatés contre respectivement 15 % et 12 % de leurs homologues anglo-saxonnes et germaniques [F. Stokman, F. Wasser 1985]. Le portefeuille de mandats des administrateurs français a souvent fait l'objet de critiques dans la presse économique. D'une part, la multiplication des mandats empêcherait une implication suffisante des administrateurs dans leur devoir de gestion, motivant, en 1998, une recommandation du rapport AFG-ASFFI sur le «gouvernement d'entreprise» qui préconise de limiter les mandats des administrateurs à trois au maximum contre huit actuellement ; d'autre part, elle encouragerait des stratégies de collusion entre administrateurs et dirigeants dans le souci mutuel de préserver les avantages acquis. Ce dernier argument se trouve au cœur de la théorie de la cohésion de classe [M.D. Zeitlin 1974 ; W.G. Domhoff 1979 ; C. Kadushin 1995] qui considère le chevauchement des conseils comme un instrument d'accumulation du capital par une classe assurant de la sorte le maintien de sa domination politique et sociale. Les modèles du « contrôle financier » s'inscrivent dans ce courant et font dépendre l'allocation de capital au niveau des réseaux régionaux et nationaux de l'hégémonie exercée par les institutions financières cooptées par les conseils d'administration [B. Mintz, M. Schwartz 1985]. Ces institutions peuvent ainsi contrôler directement le dirigeant et protéger les prêts consentis tout en faisant bénéficier la firme d'informations spécialisées sur son secteur d'activité. La théorie de la dépendance envers les ressources [J. Pfeffer 1972 ; J. Pfeffer, G. Salancik 1978 ; J.M. Pennings 1980 ; R.S. Burt 1983] propose une explication alternative selon laquelle les liens du conseil sont, avant tout, destinés à réduire les incertitudes en ouvrant à l'acquisition de ressources rares notamment informationnelles. Selon A. Stinchcombe [1990], les deux camps¹ s'opposent surtout sur une querelle des méthodes²

¹ Cette séparation en deux camps des recherches menées sur les liens interconseils donne une idée encore très imparfaite de l'extraordinaire variété des contributions ; voir la revue de la littérature proposée par M.S. Mizruchi [1996] et l'analyse scientométrique de A. Oliver, M. Ebers [1998].

sans tentative véritable pour pénétrer les conséquences découlant des connexions. Aussi, E.J. Zajac [1992] préfère parler du cumul des mandats des administrateurs plutôt que des liens interconseils qui préjugent de l'occurrence de liaisons fonctionnelles ou personnelles³ entre firmes. Le choix opéré par la plupart des auteurs d'agrèger les liens indirects⁴ aux liens directs renforce d'ailleurs l'obscurité des conclusions possibles quant à l'utilité des relations interfirmes [M.S. Mizruchi 1996].

La connaissance des motivations des agents à la base de ces réseaux apparaît essentielle pour beaucoup. A. Stinchcombe [1990] estime que « nous devons savoir quels types de flux circulent par ces réseaux, qui décide du contenu de ces flux à la lumière de quels intérêts, et quelles actions collectives découlent de l'organisation de tels liens pour donner sens aux relations interfirmes ». Un éclairage original sur les motivations des dirigeants à l'édification de liens interconseils peut dès lors être apporté par la théorie du champ organisationnel selon laquelle les liens institutionnels entre firmes définissent le cadre des actions légitimes. L'étude emprunte cette troisième voie d'analyse pour montrer que le réseau des liens humains entre conseils peut fonctionner comme un « système de rapports stables et légitimes » facilitant l'enracinement du dirigeant dans la firme sans nécessairement détériorer sa performance.

L'article est organisé de la façon suivante : une première partie est consacrée à la discussion des mécanismes de légitimation du dirigeant inscrits dans le réseau des administrateurs et une deuxième partie aborde la question de la nature de l'enracinement du dirigeant qui en découle selon l'impact positif ou négatif des liens interconseils sur la

² La « querelle » est résumée par M.S. Mizruchi [1982] qui estime que les règles de dépendance ne doivent pas être postulées *ex ante* mais s'appréhender *ex post* à partir de l'analyse des échanges interfirmes. Selon M. Vasta, A. Baccini [1997], la méthodologie *ex post* a le mérite d'ouvrir la voie à des interprétations pluralistes (cohésion de classe + captation de ressources).

³ Cette distinction est reprise en conclusion.

⁴ Selon ce principe, une firme A et une firme B peuvent être connectées sans qu'aucun des administrateurs de l'une ne siège au conseil de l'autre si chacune des firmes a un administrateur siégeant au conseil d'une firme C.

performance de la firme. La méthodologie adoptée et la synthèse des résultats font l'objet des parties trois et quatre.

1. La légitimation du dirigeant par le réseau des administrateurs

La légitimité d'un pouvoir, en l'occurrence celui du dirigeant, peut se mesurer soit par confrontation avec des critères formels *a priori* (règles de droit, évaluation scientifique des conséquences des actions de ce pouvoir), soit à travers le consentement dont ce pouvoir fait l'objet de la part d'une population donnée [R. Laufer 1996]. La plupart des travaux anglo-saxons n'ont pas directement pris pour cible la légitimité du dirigeant mais se sont intéressés à la légitimité de la firme en insistant particulièrement sur l'aspect du consentement. La firme est perçue comme légitime lorsque ses activités s'ajustent à un système socialement construit de normes qui définissent les actions considérées comme désirables par ses partenaires [P.J. DiMaggio, W.W. Powell 1991 ; M.C. Suchman 1995]. À partir d'une vaste revue de la littérature, M.C. Suchman [1995] distingue trois types de légitimité : une « *légitimité pragmatique* » quand la firme satisfait aux intérêts de ses partenaires, une « *légitimité morale* » quand elle privilégie la recherche du bien-être social sur la satisfaction des partenaires⁵ (ces deux objectifs n'étant pas intrinsèquement antagonistes), et une « *légitimité cognitive* » quand ses activités sont facilement comprises et analysées par les agents externes. La légitimité de la firme se définit à travers l'interaction de ces différents systèmes faisant qu'une crise de confiance peut résulter aussi bien d'un échec pragmatique (baisse du cours des actions par exemple) que d'un défaut de respect des normes sociales [R. Laufer 1996]. Le dirigeant ayant vocation à endosser la responsabilité des décisions de la firme, on considérera par la suite que la légitimité du dirigeant épouse celle de la firme. Ce glissement sémantique reconnaît la rationalité du dirigeant c'est-à-dire sa capacité à agir intentionnellement, donc à mettre en œuvre des stratégies de légitimation lorsqu'il dote la firme d'un conseil d'administration très centralisé. Ceci conduit à préci-

⁵ Dans ce cadre, la firme pourra par exemple réduire ses émissions nocives pour améliorer son image publique. Elle doit, de manière générale, recourir à des technologies socialement acceptées : M.C. Suchman donne l'exemple d'un hôpital

ser les motivations du dirigeant à l'augmentation de la centralité du conseil d'administration (1.1.) avant d'appréhender la manière dont ces motivations vont évoluer en fonction des contraintes de stabilisation du champ organisationnel de la firme (1.2.).

1.1. Les motivations du dirigeant à l'augmentation de la centralité du conseil d'administration

On peut définir le degré de centralité du conseil d'administration comme le nombre des liens établis avec d'autres conseils [G.F. Davis 1996]⁶. L'intérêt majeur d'un conseil très centralisé est, pour le dirigeant, de se prémunir contre le risque de décisions atypiques tout en établissant un système de rapports stables diminuant l'incertitude⁷ à laquelle la firme est confrontée. La stratégie qui consiste à écarter les décisions atypiques en «collant au peloton du secteur» s'explique par le fait que les études des analystes financiers sur lesquelles se fondent les investisseurs et les banques prêteuses synthétisent un ensemble de connaissances sur la croissance, les stratégies et les opportunités d'investissement du secteur qui vont se matérialiser dans le cours de l'action [H. Dumez, A. Jeunemaître 1995]. Aussi, la probabilité de mise à pied du dirigeant augmente lorsque les résultats de la firme sont plus mauvais que ceux du secteur [R. Morck et *al.* 1989]. Les décisions adoptées par un grand nombre de firmes, même si elles ne sont pas toutes optimales, acquièrent de ce fait une *légitimité isomorphe* par rapport à laquelle le dirigeant doit se situer [P.J. DiMaggio, W.W. Powell 1983]. Grâce à l'information circulant à travers la toile des connexions du conseil, le dirigeant peut alors imiter les autres firmes, en particulier les plus réputées et, ainsi, préserver sa réputation [D. Hirshleifer 1993].

qui encourrait une crise de légitimité s'il autorisait la pratique de l'exorcisme même si celle-ci améliorerait sensiblement la santé des malades.

⁶ Pour une revue des indicateurs de centralité plus complexes, voir E. Lazega [1998] et A. Oliver, M. Ebers [1998].

⁷ Selon la distinction de F.H. Knight [1921], une situation d'incertitude est définie par l'ignorance des probabilités d'occurrence des états futurs du monde par opposition à une situation de risque pour laquelle les probabilités sont connues.

Sur le plan stratégique, les modèles de A.V. Banerjee [1992] et de D.S. Scharfstein, J.C. Stein [1990] montrent effectivement que, face à un choix risqué, les décideurs appartenant à un secteur donné ont tendance à imiter la première décision prise par l'un d'entre eux. Sur le plan financier, J.A. Brickley et *al.* [1988] observent que les dirigeants conditionnent la soumission au conseil de mesures de protection de la propriété à l'approbation rencontrée par des mesures similaires au sein des conseils avec lesquels la firme est liée. En témoigne la propagation des *pilules empoisonnées* parmi les firmes américaines qui a d'abord touché celles qui avaient une centralité élevée du conseil [G.F. Davis 1991]⁸.

La légitimation des décisions de la firme par le biais des connexions du conseil est pourtant insuffisante pour caractériser la manière dont le dirigeant cherche à légitimer sa position. Pour cela, les auteurs de la théorie du champ organisationnel⁹ envisagent une structuration institutionnelle des firmes interconnectées qui vise, au-delà d'une simple imitation des pratiques, à instituer une stabilisation des rapports de la firme avec son environnement. Selon P.J. DiMaggio [1982], le bouclage du processus d'institutionnalisation comprend quatre éléments inscrivant les

⁸ De nombreux travaux adoptant l'hypothèse de l'isomorphisme mimétique ont épié la contagion de conseil à conseil de toute une panoplie de décisions ayant trait à l'adoption de formes organisationnelles [D.A. Palmer et *al.* 1993], de politiques de diversification [N. Fligstein 1990], de stratégies d'acquisition [P.R. Haunschild, 1993] et de systèmes de rémunération [C.A. O'Reilly et *al.* 1988]. Les limites à ces travaux concernent :

- la pluralité des hypothèses relatives au canal de contagion selon qu'il résulte de liens personnels [J. Galaskiewicz, S. Wasserman 1989] ou de la notoriété des firmes imitées [P.J. DiMaggio, W.W. Powell 1983] ;
- l'absence de protocole permettant de définir la nature exacte de l'information véhiculée au sein du réseau ;
- le caractère mimétique de la décision : R.S. Burt [1983] estime que la contagion mimétique s'opère à travers un *synapse interpersonnel* séparant l'*ego* et l'*alter* à savoir le premier utilisateur et le second. Or l'administrateur qui « importe » une norme dans une firme a nécessairement participé à l'adoption de la norme dans la firme source de telle sorte qu'*ego* et *alter* se confondent.

⁹ L'unité d'analyse du « champ organisationnel » dérive d'un ensemble de théories allant de la théorie de la dépendance de J. Pfeffer, G. Salancik [1978], la théorie de l'isomorphisme de P.J. DiMaggio, W.W. Powell [1983] à l'approche « politico-culturelle » de N. Fligstein [1990].

firmes liées à l'intérieur d'un champ organisationnel : une délimitation du champ par les initiatives que prennent les firmes et par les représentations qu'elles se font d'elles-mêmes et de leurs concurrents ; l'extension des interactions des firmes se situant à l'intérieur du champ ; la définition de structures interorganisationnelles de domination et de *patterns* de coalition ; l'extension du flux d'information interorganisationnel.

Les acteurs du champ en viennent à partager une même conception de l'action légitime et de la place de chaque organisation dans ce champ : en construisant leurs actions en dehors, ils menacent l'organisation qui produit la richesse dont ils bénéficient [N. Fligstein, P. Brantley 1992]. Dès lors, les dirigeants s'attachent à la survie de leur organisation en cherchant à limiter la compétition économique par une certaine stabilité du champ organisationnel [N. Fligstein 1990]. En favorisant la circulation des informations entre firmes, les liaisons drainées par le réseau des administrateurs fonctionneraient comme une structure de stabilisation du champ. Cette structure tend même à se renforcer en période de turbulence stratégique. Ainsi, lorsque les grandes compagnies américaines de navigation aérienne ont été confrontées à une incertitude environnementale plus grande, J.R. Lang, D.E. Lockhart [1990] ont remarqué que la force de la relation négative entre la distance géographique séparant les firmes connectées et l'intensité des liens interconseils diminuait aussi de manière significative.

Cependant, les gains que le dirigeant retire du réseau sont contrebalancés par les coûts personnels liés à la divulgation de certaines informations. Le flot informationnel entre firmes circulant à double sens, les autres firmes du réseau ont en effet un accès direct aux innovations stratégiques de la firme. Les administrateurs sont également mieux informés des pratiques du secteur, ce qui réduirait la latitude discrétionnaire du dirigeant. Les liens interconseils entraînent donc, comme dans tout mécanisme de confiance, une vulnérabilité consentie [D.E. Zand 1972] amenant le dirigeant à arbitrer les gains et les coûts en fonction des contraintes de stabilisation du champ organisationnel qui pèsent sur lui.

1.2. Les contraintes de stabilisation du champ organisationnel de la firme

Les contraintes de stabilisation du champ dépendent à la fois de la nature du contrôle de la firme (1.2.1.) et de la position du dirigeant dans le cycle d'enracinement (1.2.2.).

1.2.1. La nature du contrôle de la firme

Selon R.J. Mosen, A. Downs [1965], ce sont les firmes de grande taille avec un actionariat dispersé qui recherchent en priorité à entretenir un système de rapports stables avec leur environnement à travers :

- une réduction du risque, notamment à partir d'un programme stable et conservateur des investissements. L'objectif est de permettre un écrêtage du cours boursier visant à fidéliser les petits porteurs qui constituent une part importante du capital. Ces derniers subissent une barrière à l'information et supportent des coûts d'arbitrage élevés. Ils préfèrent donc une valorisation progressive de leur portefeuille sur le long terme à une maximisation erratique sur le court terme ;

- une politique de dividende à croissance stable ou du moins non fluctuante¹⁰. Il suffit de considérer que l'investisseur assimile une hausse ou une baisse du dividende à une modification des attentes du dirigeant concernant les flux futurs de la firme : une diminution du niveau ou une variabilité accrue des flux monétaires attendus de la firme peut motiver une baisse ou une interruption du dividende tandis qu'une augmentation du niveau ou une variabilité amoindrie de ces flux justifient sa hausse [R. Atindéhou 1996]. La fidélisation des actionnaires passe ainsi par une stabilisation du dividende distribué, en particulier lorsqu'une proportion importante du capital est détenue par des petits porteurs [P. Desbrières 1988]. En outre, un dividende connu et stable réduit les coûts d'agence supportés par les actionnaires en obligeant le dirigeant à

¹⁰ Pour une synthèse des travaux sur la politique de stabilisation du dividende par le dirigeant : voir J.P. Pichard-Stamford [1998].

solliciter plus fréquemment le marché financier [F. Easterbrook 1984]¹¹. Idéalement, la hausse du dividende n'est décidée que lorsque la firme a ensuite la possibilité de maintenir durablement le nouveau seuil [E.F. Fama, H. Babiak 1968] ;

– la recherche du consensus auprès de l'ensemble des parties prenantes. En tant qu'acteurs de premier plan de la vie sociale, les firmes de grande taille gèrent des contraintes de visibilité importantes les incitant à plus de transparence que les autres firmes [M.H. Lang, R.J. Lundholm 1996]. Les interprétations multiples et fluctuantes dont ces firmes font l'objet les conduisent plus fréquemment à stabiliser les rapports de coordination de telle manière qu'ils deviennent des « *institutions encadrant les conduites* » [V. Gustavsson 1999], en particulier quand les critiques et les controverses publiques sur la politique de la firme sont préjudiciables à l'image du dirigeant auprès des actionnaires [R.J. Mosen, A. Downs 1965].

Les firmes qui satisfont aux critères comportementaux précédents se doivent de disposer de nombreux canaux d'information ramifiés aux fins de structuration de l'environnement et de justification des actions entreprises. Dès lors, l'augmentation du nombre des liens interconseils avec la taille de la firme et la dispersion de son actionnariat a été fréquemment constatée [R.S. Burt 1980 ; J.A. Caswell 1987]¹². Réciproquement, les firmes de petite taille ont un intérêt moindre aux échanges interconseils : la taille de la firme étant souvent représentative de sa position concurrentielle sur le secteur, les firmes les plus petites sont davantage susceptibles de perdre leur avantage concurrentiel lors de la diffusion de certaines informations que les grandes [R. Ball, G. Foster 1982]. De même, lorsque le capital est entre les mains de quelques individus, les détenteurs du contrôle souhaitent verrouiller l'information sachant que le risque de perte de contrôle inhérent à l'ajout d'un groupe externe

¹¹ Z. Goshen [1994] assimile le choix d'un dividende stable à un investissement spécifique du dirigeant qui se montre d'autant plus réticent à perturber le montant distribué que la stabilisation a été opérée sur longue période.

¹² R.S. Burt explique ce résultat par la nécessaire ramification des sources d'information pour les firmes qui en raison d'une taille importante interviennent dans un plus grand nombre de secteurs d'activité.

au sein du conseil d'administration est accusé [M.D. Zeitlin 1974]. Ainsi, la participation du dirigeant [P. Dooley 1969] et la nature familiale de la firme [M.P. Allen 1974] influencent négativement la densité des connexions interconseils. Les dirigeants familiaux s'appuient plus volontiers sur des réseaux informels (réseaux familiaux et contacts hors *business*) fonctionnant sur des règles de confiance et d'empathie pour glaner l'information indispensable à la gestion de la firme [J. Roberts et al. 1995].¹³

Hypothèse 1 : la centralité du conseil est négativement influencée par la concentration de la propriété, la participation du dirigeant, la nature familiale de la firme et positivement influencée par la taille de la firme.

Hypothèse 2 : la centralité du conseil influence positivement la stabilisation de la politique de dividende, du cours boursier et de la croissance de la firme.

La priorité que le dirigeant accorde à l'édification d'un système de rapports stables et légitimes dépend également de son enracinement dans la firme.

1.2.2. *La position du dirigeant dans le cycle d'enracinement*

En début de mandat le dirigeant a généralement peu de marge de manoeuvre¹⁴, ce qui l'oblige à conforter sa légitimité en réalisant de bon-

¹³ Plusieurs contributions [notamment M. Huse 1995] suggèrent néanmoins que les firmes familiales et les firmes contrôlées par le dirigeant réagissent souvent à de faibles résultats financiers ou à un environnement incertain en augmentant la taille du conseil et la représentation des externes, ce qui aboutit à accroître le degré de centralité du conseil. La représentation des externes et le degré de centralité du conseil sont également plus marqués pour les firmes familiales qui ont passé le relais à plusieurs générations successives, le passage des générations s'accompagnant souvent d'une dilution du contrôle et d'un recours plus important au financement externe [W.S. Schulze, R.N. Dino 1998].

¹⁴ Durant cette période, le conseil d'administration s'implique fortement dans le processus stratégique de la firme [M.L. Mace 1977] et il existe une relation inverse entre la longévité de l'équipe dirigeante et la connaissance des administrateurs externes sur les plans stratégiques mis en œuvre [W.Q. Judge, G.H. Dobbins 1995]

nes performances¹⁵ sous la contrainte d'une faible prise de risque : il délègue beaucoup et évite les changements stratégiques majeurs [D. Miller 1993]¹⁶. Le dirigeant peut mettre à profit cette période d'apprentissage pour bâtir sa réputation et se spécialiser. Les connexions du conseil sont alors un atout appréciable tant du point de vue des informations collectées qui vont l'aider à stabiliser l'environnement de la firme que du point de vue des contacts humains entre firmes. Par ce biais, le dirigeant a l'occasion de nouer des contrats implicites avec les partenaires et d'intensifier son enracinement [G. Charreaux, P. Desbrières 1998]. Le pouvoir accumulé¹⁷ sur le conseil grâce aux échanges sociaux passés et présents, et le filtrage des canaux d'information, voués à se limiter à un petit nombre d'interlocuteurs de confiance [D.C. Hambrick, G.D. Fukutomi 1995], assurent progressivement une plus grande liberté au dirigeant pour entreprendre des stratégies d'enracinement annexes¹⁸. Le dirigeant arrivé en fin de mandat a donc un pouvoir de négociation fort sur les partenaires. Dans le même temps, il expérimente une diminution du *continuum* des rentes futures espérées qui se traduit par une baisse de la valeur de son capital spécifique. Aussi, est-il beaucoup moins sensible aux contraintes de réputation et aux mécanismes incitatifs (rémunérations variables, marché de la prise de contrôle...). Dans ce contexte, le dirigeant n'hésite plus à prendre des décisions financières sous-optimales et plus

¹⁵ L'enracinement du dirigeant par la performance est souligné par une littérature abondante vérifiant que la mauvaise performance contraint le dirigeant au départ. Pour une synthèse, le lecteur peut se reporter à l'ouvrage de J. Caby, G. Hirigoyen [1997].

¹⁶ Exception faite lors de la nomination d'un dirigeant externe qui tend à accélérer les changements stratégiques engagés [A.A. Cannella, M. Lubatkin 1993].

¹⁷ Le pouvoir du dirigeant est d'autant plus important que la durée de son mandat est supérieure à celle des administrateurs.

¹⁸ Augmentation de sa surface financière par des techniques d'ingénierie [J. Caby, G. Hirigoyen 1998], accroissement du pourcentage des administrateurs internes [B.E. Hermalin, M.S. Weisbach 1988], nomination d'administrateurs reproduisant certaines caractéristiques du dirigeant en termes de parcours divisionnel, d'âge, de niveau d'éducation [J.D. Westphal, E.J. Zajac 1995] ou investissement dans des actifs très spécifiques [A. Shleifer, R.W. Vishny 1989 ; R. Morck et al. 1990 ; M. Paquerot 1996].

plus risquées [D.C. Hambrick, G.D. Fukutomi 1995 ; M. Paquerot 1996]¹⁹ allant à l'encontre des objectifs initiaux de stabilisation.

Hypothèse 3: l'enracinement du dirigeant influence négativement la stabilisation de la politique de dividende, du cours boursier et de la croissance de la firme.

¹⁹ La performance boursière des firmes françaises tend à stagner après dix-huit ans d'ancienneté du dirigeant [B. Pigé 1993] et décroît quand le dirigeant a dépassé l'âge légal de la retraite [M. Paquerot 1996].

2. La nature de l'enracinement du dirigeant à partir du réseau des administrateurs

La question est de savoir si, d'une part, le dirigeant peut espérer prolonger la durée de son mandat et dépasser l'âge légal de la retraite grâce au processus de légitimation inscrit dans le réseau des administrateurs et si, d'autre part, le chevauchement des conseils d'administration stimule ou déprécie la performance de la firme. Dans le cas d'une influence positive sur la performance, on parlera d'un enracinement « légitime » du dirigeant, celui-ci n'usant pas du dispositif pour confisquer de la valeur. À l'inverse, une dépréciation de la performance indiquera un enracinement « opportuniste ». Sont examinés successivement l'enracinement du dirigeant par le réseau des administrateurs (2.1.) et l'influence de la centralité du conseil d'administration sur la performance de la firme (2.2.).

2.1. L'enracinement du dirigeant par le réseau des administrateurs

Plusieurs mécanismes d'enracinement du dirigeant agissent sous le couvert des connexions du conseil.

– Les liens entre conseils contribuent à combler un éventuel déficit de légitimité du dirigeant en véhiculant des connaissances relatives au secteur qui iront enrichir son capital spécifique et favoriseront la justification des décisions controversées. G.F. Davis [1996] en donne un exemple avec les OPA « contestables » lancées par IBM dont la légitimation aurait été d'autant plus aisée que les administrateurs de la firme participaient à plus de vingt conseils d'administration, donc autant de fenêtres à partir desquelles ils pouvaient détailler et expliquer l'action prédatrice de la firme.

– Le dirigeant profite également du capital social des administrateurs multi-mandatés pour briguer de nouveaux mandats d'administrateur. Il améliore ainsi sa réputation ce qui, incidemment, lui permet d'attirer d'autres dirigeants au conseil [J.R. Booth, D.N. Deli 1996]. Les échanges entre dirigeants participant à un même conseil devraient favoriser l'établissement de rapports stables entre les firmes représentées, m-

tamment, comme l'a montré T. Froehlicher [1998], parce que ces échanges sont propices à une intensification de la coopération interfirmes. Les dirigeants pourront également mieux protéger leur capital managérial grâce aux contrats implicites nés de ces liens [R.P. Castanias, C.E. Helfat 1992].

Hypothèse 4 : la centralité du conseil influence positivement le nombre de mandats d'administrateur cumulés par le dirigeant.

– Le mécanisme du cumul des mandats suggère enfin de possibles jeux de réciprocité entre administrateurs et dirigeant qui faciliteront l'enracinement de ce dernier. M. Useem [1979] remarque qu'un administrateur coopté au sein d'un conseil très centralisé a plus rapidement accès à divers organismes institutionnels (groupements de développement économique ou organisations culturelles) qui, en échange, comptent tirer parti de la bonne position sectorielle des firmes qui concentrent les administrateurs multi-mandatés pour capturer des subventions²⁰. En prenant pied au sein de ces organismes, l'administrateur a l'occasion d'enrichir son réseau de contacts et de valoriser sa réputation sur le marché des administrateurs. La solidité des réseaux où circule le capital social reposant très largement sur des règles implicites de réciprocité entre les acteurs [N. Lin 1995], les administrateurs qui bénéficient de la cooptation au conseil sont *a priori* redevables au dirigeant et donc plus enclins à faire acte d'allégeance et à coopérer avec lui.

Hypothèse 5 : la centralité du conseil influence positivement l'enracinement du dirigeant.

Si les ponts jetés de conseil à conseil contribuent à l'enracinement du dirigeant, quelles incidences faut-il prévoir sur la performance de la firme ?

²⁰ Il s'agit généralement de subventions de prestige destinées à améliorer l'image citoyenne de la firme.

2.2. *L'influence de la centralité du conseil d'administration sur la performance de la firme*

La plupart des études appuient l'idée d'une influence positive de la centralité du conseil d'administration sur la performance de la firme²¹. Ceci implique notamment que l'augmentation de la taille du conseil avec son degré de centralité [G.F. Davis 1991]²² ne nuit pas nécessairement à la performance de la firme²³. D'une part, une firme ayant un conseil très centralisé est reconnue par un grand nombre d'établissements importants avec lesquels elle est connectée [M.S. Mizruchi 1996] et les administrateurs multi-mandatés sont généralement cooptés parmi un petit nombre de personnes possédant un degré élevé d'expérience et d'expertise [F. Stokman et al. 1988]. La réputation des administrateurs multi-mandatés est d'autant plus importante qu'ils siègent aux conseils de firmes reconnues (*highly-regarded*) ; ils bénéficient de ce fait d'une grande influence sur le processus de décision de ces firmes [G.F. Davis, H.R. Greve 1995]. D'autre part, les connexions du conseil synthétisent un faisceau d'informations (état de la compétition, clés stratégiques, cibles possibles), complémentaires aux informations internes, qui vont faciliter le travail et la vigilance des administrateurs [J.A. Conger et al.

²¹ Le signal positif envoyé par les firmes ayant un conseil très centralisé est détecté par A. Shivdasani [1993] à travers une corrélation négative entre le cumul des mandats des administrateurs et la probabilité de prise de contrôle de la firme. G. Charreaux [1991] observe une relation positive entre la performance des firmes managériales françaises et le nombre de mandats cumulés par les administrateurs externes. Par contre A. Klein [1996] ne trouve aucune relation significative entre le nombre de mandats à la charge des administrateurs et les performances boursière et comptable des firmes américaines. Enfin, les études de S.N. Kaplan, D. Reishus [1990] pour les États-Unis et de M. Paquerot [1996] pour la France valident une influence positive du cumul des mandats d'administrateur du dirigeant sur la performance de la firme.

²² Voir la matrice des corrélations bivariées (tableau 7) entre taille et centralité du conseil d'administration. Les règles légales précisent que les administrateurs de la S.A. sont trois au minimum, vingt-quatre au maximum. En cas de fusion de SA, le nombre peut être supérieur à vingt-quatre pendant trois ans à compter du jour de la fusion sans excéder toutefois trente membres.

²³ Le lien négatif entre la taille du conseil d'administration et la performance a été fréquemment observé (voir : D. Yermack [1996]). Il s'explique par une plus grande paralysie des conseils pléthoriques résultant d'une multiplication des tours de table préalables à la prise de décision.

ciliter le travail et la vigilance des administrateurs [J.A. Conger et *al.* 1998]. Les comportements opportunistes du dirigeant ne semblent d'ailleurs pas directement tributaires des échanges interconseils sachant que dès qu'il dispose d'un pouvoir significatif, le dirigeant a tendance à filtrer les canaux d'information du conseil [D.C. Hambrick, G.D. Fukutomi 1995].

Hypothèse 6 : la centralité du conseil influence positivement la performance de la firme.

3. Méthodologie

L'échantillon moyen comprend 189 firmes françaises cotées. Les hypothèses sont testées à partir de régressions LOGIT afin de justifier un pronostic de classement dans un groupe ou dans un autre. Cette méthodologie est particulièrement adaptée aux variables binarisées à hauteur d'un seuil théorique connu (par exemple, la minorité de blocage à 33,33 % du capital). Les seuils de binarisation des autres variables sont déterminés à partir d'une lecture critique des données. Dès lors, il faut noter que les contraintes liées à la taille des échantillons n'ont pas permis de conduire certains tests linéaires satisfaisant au critère de normalité des résidus.

La grande majorité des hypothèses est testée sur la période 1988-1992. Certaines relations ne sont cependant étudiées que sur une durée de trois ans ou d'un an en raison de contraintes liées à la taille des échantillons ou à la disponibilité des données. Afin de répondre au critère de stabilité des associations statistiques, seules les associations significatives sur les deux tiers de la période d'étude sont validées : on considère la présomption de causalité d'une variable si elle est significative (au seuil de dix pour cent) trois années sur cinq ou deux années sur trois. Les variables significatives ne satisfaisant pas à cette condition sont indiquées en italique dans les tableaux de synthèse. Pour chaque bloc d'enquête, les variables exogènes expliquant une même variable endogène ont été considérées au sein d'une régression unique lorsque ces variables étaient soupçonnées d'interaction, ce qui a, par exemple,

conduit à tester simultanément H2 et H3. Un double filtrage est ensuite opéré dans la sélection finale des variables explicatives à partir de la surveillance de leur colinéarité éventuelle et de l'analyse des relations bivariées de chacune des variables explicatives avec la variable dépendante : seules les variables explicatives significativement associées à la variable expliquée au seuil de 20 % sont rentrées dans la régression [cf. Mickey, Greenland 1989]. Il a également été procédé à l'éradication des données aberrantes (erreurs de mesure ou de saisie de l'information). Les modèles finaux présentés dans les tableaux de synthèse sont engendrés par la méthode des « pas descendants » du logiciel SPSS qui prend la variation de la vraisemblance comme critère de sélection. Le pouvoir explicatif de chaque modèle est testé à partir du Khi-deux.

Précisons enfin que les associations statistiques sont testées en coupe simultanée. L'introduction de décalages temporels entre variables d'une même régression n'a pas paru souhaitable en raison de l'extrême difficulté qu'il y avait à arrêter *ex ante* les décalages pertinents. Le risque était de choisir *ex post* les décalages les plus significatifs sans connaître le rôle exact joué par les fluctuations d'échantillonnage dans leur détermination²⁴.

La construction des variables se présente comme suit (les symboles et les seuils de binarisation sont repris intégralement dans le tableau 8 de l'annexe) :

Les variables ayant trait au conseil d'administration sont : (1) la centralité (mesurée par le nombre de connexions théoriques²⁵ ; le nombre moyen de mandats par administrateur ; le pourcentage des administrateurs ayant plus de dix mandats), (2) la « taille du conseil » qui divise le nombre des administrateurs du conseil par le logarithme de l'actif de la

²⁴ Il s'agit d'un problème qui a plusieurs fois été soulevé par les contempteurs de la théorie de l'isomorphisme.

²⁵ Ne disposant pas de l'information sur le nombre exact des liens du conseil avec d'autres conseils, nous avons considéré le nombre total de mandats du conseil à l'exception des mandats correspondants à la firme, ce qui revient à multiplier le « nombre d'administrateurs - 1 » par le « nombre moyen de mandats par administrateur ».

firme, de manière à saisir « le surplus de la taille du conseil par rapport à l'étendue des actifs à gérer ».

La taille de la firme est mesurée à travers : (1) le logarithme de l'actif total et (2) le logarithme de la capitalisation boursière. La nature de la firme permet de distinguer (1) les firmes familiales, (2) contrôlées et (3) managériales²⁶. Une firme est dite familiale lorsque son capital est contrôlé par une famille présente au conseil d'administration. La concentration du capital est appréhendée à travers (1) la participation du premier actionnaire et (2) la participation des cinq premiers actionnaires.

La stabilisation du champ est caractérisée, entre 1988 et 1992, à partir de trois concepts : (1) la croissance de la firme à travers l'accroissement annuel moyen du chiffre d'affaires, le coefficient de variation du chiffre d'affaires et le coefficient de variation de l'actif ; (2) la politique de dividende à travers le coefficient de variation du dividende et le coefficient de variation du *payout* ratio, (3) le risque boursier évalué en tenant compte des pics de la distribution des cours boursiers sur chaque année, soit la variation intra-annuelle du cours boursier, soit par :

$$\text{moyenne}_{88-92} \left[\frac{(\text{cours max} - \text{cours min}) / (\text{cours max} + \text{cours min})}{2} \right]$$

L'enracinement du dirigeant est mesuré par (1) le dépassement de l'âge légal de la retraite (65 ans) et (2) la durée du mandat du dirigeant (en nombre de jours écoulés).

Enfin, trois indicateurs de performance ont été retenus : (1) la rentabilité économique (EBE/actif total) qui mesure l'efficacité avec laquelle l'outil de travail de la firme est mis en valeur, (2) la rentabilité financière (résultat net/capitaux propres) qui mesure la valorisation des capitaux apportés par les propriétaires de la firme²⁷ et (3) l'indice de Sharpe²⁸.

²⁶ Le découpage conserve une même dimension du sujet (la nature de la firme). La « règle hiérarchique » exige donc que les trois modalités soient entrées simultanément dans les modèles concernés [J. Bouyer et al. 1995].

²⁷ Cet indicateur présente l'avantage de tenir compte du fait que certaines structures organisationnelles montrent une certaine efficacité dans la résolution *a posteriori* des conflits d'intérêts.

Les variables de contrôle suivantes ont été utilisées :

– les variables de structure de production : les ratios (1) « intensité capitalistique » (amortissements/charges d'exploitation) et (2) « immobilisations incorporelles/ immobilisations corporelles » sont intégrés à H1²⁹ ;

– la géographie de l'actionnariat a été prise en compte dans la plupart des modèles de l'étude afin de mesurer l'influence des différentes catégories d'actionnaires sur la stabilisation du champ (H2 et H3), la performance et l'enracinement du dirigeant (H5 et H6). Sont distinguées la participation (1) des administrateurs, (2) du dirigeant, (3) des entreprises, (4) des institutionnels, (5) des institutions financières, (6) du personnel, (7) des personnes physiques ;

– les pourcentages respectifs (1) des externes financiers et (2) des externes institutionnels parmi les membres du conseil sont intégrés à H2, H3 et H4, afin de prendre en compte une éventuelle influence stabilisatrice de ces variables sur les choix de la firme (H2 et H3), et d'appréhender la profondeur du réseau relationnel du conseil (H4).

4. Synthèse des résultats

4.1. *La centralité du conseil d'administration augmente avec la taille de la firme et la dilution de son actionnariat*

H1 : centralité du conseil = cte + participation du dirigeant + participation du premier actionnaire + nature de la firme + taille de la firme + structure de production

Les deux variables de structure de production BINTCAP et BPIMIN³⁰, sont intégrées au modèle en tant que variables de contrôle sachant que les firmes très capitalistiques et ayant beaucoup d'immobilisations incorporelles appartiennent généralement à des sec-

²⁸ $(R_i - R_f)/\sigma_i$ avec R_i le taux de rentabilité hebdomadaire moyen réalisé sur la période étudiée, σ_i l'écart-type de ce même taux et R_f le taux de l'actif sans risque. Ce ratio tient compte de la préférence des investisseurs qui exigent la rémunération d'une prise de risque supérieure par un surcroît de rentabilité attendue.

²⁹ Ces deux indicateurs sont empruntés à J. Bessis [1987].

³⁰ La signification des variables utilisées est rappelée en annexe (tableau 8).

teurs très concurrentiels pour lesquels la demande d'information est importante, justifiant une extension des relations interfirmes [R.S. Burt 1980].

Tableau 1 – Détermination de la centralité du conseil d'administration

Variable dépendante : BCONNEC1 (nombre de connexions théoriques du conseil d'administration ≥ 30) :									
$\chi^2 = 100,7^a$	(88) = Cte	-1,1420	BDIR ^b	- 1,4443	BNATF ^a	+0,8342	BLOGAC ^c	+0,9999	BLOGKB ^b
$\chi^2 = 89,8^a$	(89) = Cte			- 1,9385	BNATF ^a	+1,2562	BLOGAC ^a	+0,7589	BLOGKB ^c
$\chi^2 = 88,1^a$	(90) = Cte	-1,8181	BDIR ^a	- 0,9992	BNATF ^b			+1,5788	BLOGKB ^a
$\chi^2 = 91,6^a$	(91) = Cte	-2,5899	BDIR ^a			+0,9579	BLOGAC ^b	+1,1541	BLOGKB ^a
$\chi^2 = 71,1^a$	(92) = Cte	-2,3257	BDIR ^a						
Variable dépendante : BCONNEC2 (nombre de connexions théoriques du conseil d'administration ≥ 60) :									
$\chi^2 = 104,8^a$	(88) = Cte			- 2,7538	BNATF ^a	+1,3392	BLOGAC ^b	+1,1087	BLOGKB ^c
$\chi^2 = 98^a$	(89) = Cte			- 2,2810	BNATF ^a	+1,2376	BLOGAC ^a	+1,5540	BLOGKB ^a
$\chi^2 = 76,6^a$	(90) = Cte			- 1,5245	BNATF ^a	+1,1267	BLOGAC ^a	+1,2259	BLOGKB ^a
$\chi^2 = 75,5^a$	(91) = Cte	-1,7871	BDIR ^b	- 0,9455	BNATF ^b	+1,8169	BLOGAC ^a		
$\chi^2 = 77,2^a$	(92) = Cte			- 1,9844	BNATF ^a	+2,0705	BLOGAC ^a		
Variable dépendante : BNBMOY1 (nombre moyen de mandats des administrateurs ≥ 5) :									
$\chi^2 = 97,5^a$	(88) = Cte	-1,3327	BDIR ^b	- 1,7982	BNATF ^a	+1,1033	BLOGAC ^a		
$\chi^2 = 87,8^a$	(89) = Cte	-1,2759	BDIR ^b	- 1,6547	BNATF ^a	+1,0048	BLOGAC ^a		
$\chi^2 = 61,5^a$	(90) = Cte			+1,6824	BNATF ^a	+1,1906	BLOGAC ^a		
$\chi^2 = 66,4^a$	(91) = Cte	-1,2934	BDIR ^b	- 1,1691	BNATF ^a			+1,0750	BLOGKB ^a
$\chi^2 = 56,9^a$	(92) = Cte	-1,1429	BDIR ^b	- 1,1918	BNATF ^a			+0,9487	BLOGKB ^a
Variable dépendante : BNBMOY2 (nombre moyen de mandats des administrateurs ≥ 10) :									
$\chi^2 = 42,9^a$	(88) = Cte			+1,3372	BNATC ^a	+1,6110	BLOGAC ^a		
$\chi^2 = 45,2^a$	(89) = Cte			- 2,0560	BNATF ^a			+1,6791	BLOGKB ^a
$\chi^2 = 37,9^a$	(90) = Cte			- 1,8229	BNATF ^a			+1,5400	BLOGKB ^a
$\chi^2 = 31,5^a$	(91) = Cte			- 1,4435	BNATF ^b	+1,5319	BLOGAC ^a		
$\chi^2 = 39,1^a$	(92) = Cte			- 2,0018	BNATF ^b			+1,7314	BLOGKB ^a
Variable dépendante : BPADM10 (pourcentage des administrateurs ayant plus de 10 mandats ≥ 50 %) :									
$\chi^2 = 26^a$	(88) = Cte			- 1,4411	BNATF ^b	+1,1915	BLOGAC ^a		
$\chi^2 = 22,9^a$	(89) = Cte			- 1,3865	BNATF ^a			+1,2843	BLOGKB ^a
$\chi^2 = 19,6^a$	(90) = Cte			- 1,0571	BNATF ^c	+1,3852	BLOGAC ^a		
$\chi^2 = 26,8^a$	(91) = Cte	+ 0,8970	PIMIN ^b	- 1,3221	BNATF ^b	+1,6304	BLOGAC ^a		
$\chi^2 = 24,6^a$	(92) = Cte			- 1,3065	BNATF ^b	+1,8015	BLOGAC ^a		
N= 217 ; a, b et c : significatif au seuil de 1 %, 5 %, 10 %.									

Conformément à H1, ce sont surtout les firmes de grande taille qui ont un conseil très centralisé. D'un point de vue structurel, la domination des externes au sein du conseil des grandes firmes explique l'importance des connexions interconseils. Plusieurs raisons conduisent les firmes de grande taille à échanger des informations par le biais du conseil : la diversification géographique et sectorielle de leurs opérations [R.S. Burt 1980], le rythme, l'ampleur et la visibilité des opérations qui obligent ces firmes à un effort de communication actif envers les partenaires et les concurrents. En outre, de par leur position concurrentielle, les grandes firmes risquent moins que les plus petites de perdre un

avantage concurrentiel lors de la diffusion de certaines informations [R. Ball, G. Foster 1982]. Réciproquement, les dirigeants familiaux (BNATF) et ceux qui détiennent la minorité de blocage (BDIR) limitent les connexions du conseil ce qui a pour effet de cadenasser les échanges d'information. Les variables de contrôle BINTCAP et BPIMIN ne jouent aucun rôle significatif dans la détermination du modèle. Il n'est pas exclu, selon R. Roy et *al.* [1994]³¹, que certaines firmes très capitalistiques choisissent des moyens concurrents (fusions, acquisitions, *joint ventures*...) aux connexions interconseils pour réduire l'incertitude environnementale.

4.2. La détermination de la stabilisation de la politique de dividende, du cours boursier et de la croissance de la firme

H2 et H3 : variables de stabilisation = cte + concentration du capital + nature de la firme + centralité du conseil + variables d'enracinement du dirigeant + taille de la firme + géographie de l'actionnariat + externes financiers + externes institutionnels
--

Les six variables de politique, ont trait à la croissance de la firme (BAACA ; BVCVA, BVCVAC), à la politique de dividende (BCVDIV ; BVCVPAYOUT) et au risque boursier (BVTRABOU). Les variables de contrôle « pourcentage d'externes financiers » et « pourcentage d'externes institutionnels » sont intégrées au modèle afin de prendre en compte une influence stabilisatrice éventuelle sur les indicateurs testés. D'une part, les externes financiers ont tendance à orienter les firmes vers des politiques conservatrices, en particulier lorsque l'institution qu'ils représentent a accordé un prêt à la firme [J.M. Pennings 1980], d'autre part, les externes institutionnels ont généralement un horizon de long terme qui marque une préférence pour la stabilité [F. Demarigny

³¹ Leur étude montre qu'entre 1984 et 1993, période durant laquelle la turbulence de l'environnement a considérablement augmenté, s'est opérée une diminution des liens entre conseils d'administration néo-zélandais concomitamment à un regroupement rapide des actifs.

1995]. Dans la mesure où plusieurs travaux empiriques³² mettent en évidence l'hétérogénéité des préférences de l'actionnariat concernant les politiques de la firme, la géographie de l'actionnariat a été considérée dans le bloc des variables explicatives.

Tableau 2 – Détermination de la stabilisation de la politique de dividende, du cours boursier et de la croissance de la firme

BAACA = $\chi^2 = 15,3^a$	Cte +1,7008	BMOY1	- 8,8447	BFIN	- 8,5086	BPERS	
BCVAC = $\chi^2 = 12,5^a$	Cte - 2,6660	BMOY1 ^a	+16,7805	BPHY	+15,5519	BP1	+ 8,7766 BNATC
BCVCA = $\chi^2 = 15,7^a$	Cte - 2,2644	BMOY1 ^a	+ 2,6391	BEXIN2 ^b			
BCVDIV = $\chi^2 = 3,4^b$	Cte +1,0421	BDUREE1 ^c					
BCVPAYOUT = $\chi^2 = 25,1^a$	Cte +3,5682	BDUREE1 ^a	-3,4287	BAGE ^b	+ 6,2237	BPERS ^b	- 5,0338 BNATF ^b
BVTRABOU = $\chi^2 = 36,1^a$	Cte - 9,8540	BMOY2	- 1,9924	BINS2 ^c	- 9,7779	BPERS	+2,9124 BLOGAC ^b
N= 70 ; a, b et c : significatif au seuil de 1 %, 5 %, 10 %.							
[les variables explicatives sont des moyennes des variables sources sur la période 1988-1992 à l'exception des variables d'enracinement (BDUREE1 et BAGE) qui sont relatives à l'année charnière (1990) de la période]							

La centralité du conseil influence positivement la stabilisation d'un nombre limité d'indicateurs : les conseils où les administrateurs possèdent en moyenne cinq mandats ou plus (BMOY1) tendent à limiter les fluctuations du chiffre d'affaires (BCVCA) et de l'actif (BCVAC) au seuil de 1 %. Par contre, l'influence de BMOY1 sur l'accroissement du chiffre d'affaires (BAACA) n'est pas significative au seuil de 10 %. De même, la non-significativité de l'influence de BMOY2 sur la stabilité des fluctuations boursières de la firme (BVTRABOU) ne permet pas de révéler un éventuel effet de réputation associé aux conseils très centralisés. Les externes financiers et institutionnels n'orientent pas systématiquement les firmes vers des politiques conservatrices. Parmi les actionnaires, l'on observe néanmoins la préférence des investisseurs institutionnels (BINS2) pour les firmes dont les fluctuations boursières sont

³² Voir notamment l'étude de N. Romieu, N. Sassenou [1996].

lissées. Aucune catégorie d'actionnaires n'exerce d'influence simultanée et de même signe avec une variable de centralité sur l'une des variables expliquées. L'influence de la centralité du conseil sur la stabilisation de certaines politiques de la firme ne permet donc pas de sélectionner des clientèles d'actionnaires. Il faut cependant noter que chaque catégorie d'actionnaires répertoriée peut agréger des comportements hétérogènes nuisant à la stabilité du test. Concernant H3, le dirigeant enraciné accorde globalement moins d'importance à la stabilisation des politiques. Le prolongement du mandat du dirigeant au-delà de cinq ans (BDUREE1) tend à accroître les fluctuations du *payout* ratio (BCVPAYOUT) et du dividende distribué (BCVDIV). Ces résultats s'accordent avec l'hypothèse selon laquelle le dirigeant s'émancipe progressivement des contraintes de réputation de début de mandat. Par contre, lorsque le dirigeant reste en place après l'âge légal de la retraite (BAGE), les fluctuations du *payout* ratio (BPAYOUT) sont diminuées signifiant que, sur ce point, le dirigeant n'échappe pas totalement aux contraintes du marché.

4.3. *L'intensité de la centralité du conseil favorise le cumul des mandats d'administrateur du dirigeant*

H4 : mandats d'administrateur du dirigeant = cte + centralité + externes financiers + externes institutionnels + taille de la firme

Les pourcentages d'externes financiers et d'externes institutionnels sont intégrés au modèle afin de prendre en compte la « profondeur » du réseau relationnel du conseil. En effet, les institutions financières et les investisseurs institutionnels ont généralement des liens avec un plus grand nombre de firmes que les autres types d'établissements, ils tendent donc à accroître le nombre des liens indirects du conseil.

Tableau 3 – *Détermination de l'incidence des réseaux du conseil d'administration sur l'acquisition de mandats d'administrateur par le dirigeant*

Variable dépendante : **BCUMADM** (nombre de mandats d'administrateur du dirigeant ≥ 4) :

$\chi^2 = 17,8^a$	(88) = Cte	+8,1652	<i>BCONNEC1</i>	+1,9617	<i>BCONNEC2</i> ^b	- 8,0782	<i>BMOYI</i>	
$\chi^2 = 09,7^a$	(89) = Cte			+1,7509	<i>BCONNEC2</i> ^b			
$\chi^2 = 13,1^a$	(90) = Cte	+1,1856	<i>BCONNEC1</i> ^b			+1,8564	<i>BPADM10</i> ^c	
$\chi^2 = 18,7^a$	(91) = Cte			+1,2890	<i>BCONNEC2</i> ^b	+7,6935	<i>BPADM10</i>	
$\chi^2 = 19,7^a$	(92) = Cte					+1,4238	<i>BMOYI</i> ^b	+8,1660 <i>BPADM10</i> ^a
N= 199 ; a, b et c : significatif au seuil de 1 %, 5 %, 10 %.								

L'importance des connexions du conseil d'administration (BCONNEC2) fait bénéficier le dirigeant d'un réseau relationnel élargi lui permettant d'augmenter le nombre de ses mandats d'administrateur (BCUMADM) et ainsi d'accroître sa réputation sur le marché des dirigeants. Par contre, l'influence positive du nombre moyen de mandats par administrateur (BMOY1) sur le nombre de mandats du dirigeant n'est décelée que sur une seule année. La présomption selon laquelle le dirigeant s'appuie sur le capital social individuel des administrateurs pour acquérir de nouveaux mandats n'est donc pas suffisamment établie, l'association testée sur 1992 pouvant résulter de fluctuations d'échantillonnage. Les risques que s'instaure un jeu de réciprocité éventuellement néfaste à la performance de la firme sont donc atténués. Aucune influence des externes financiers et institutionnels sur la variable testée n'est décelée.

4.4. La nature de l'enracinement du dirigeant attachée aux caractéristiques du conseil d'administration et de l'actionnariat

H5 et H6 : enracinement du dirigeant et performance de la firme = cte + géographie de l'actionnariat + nature de la firme + concentration du capital + centralité du conseil + externes financiers + externes institutionnels + taille du conseil + mandats du dirigeant

Parmi les variables de contrôle, BCUMADM est censée influencer positivement l'enracinement du dirigeant et la performance et BCUMPDG positivement l'enracinement et négativement la performance [M. Paquerot 1996].

Lorsque les administrateurs de la firme détiennent dix mandats ou plus (BMOY2), ils tendent à prolonger la durée du mandat du dirigeant au-delà de dix ans (BDUREE2) sans contraindre la firme à des performances sous-optimales. Le cumul des mandats n'entraîne donc ni une moindre implication des administrateurs dans leurs tâches de gestion ni la mise en place de règles de réciprocité contraires à la performance. Le cumul des mandats du dirigeant (BCUMADM et BCUMPDG1) facilite son maintien aux commandes de la firme après l'âge légal de la retraite

(BAGE). Il y a donc un effet indirect des connexions du conseil sur le dépassement de l'âge de la retraite du dirigeant puisque ces connexions donnent accès à de nouveaux postes d'administrateur pour le dirigeant. L'hypothèse d'un enracinement du dirigeant non préjudiciable à la performance est renforcée sachant que les résultats précédents compensent l'influence négative de la taille du conseil sur la rentabilité économique (BRENTECO) et financière de la firme (BRENTFIN). Inversement, les dirigeants familiaux s'enracinent (dépassement de l'âge de la retraite et prolongement du mandat au-delà de dix ans) en faisant l'économie d'un conseil d'administration très centralisé.

Tableau 4 – Détermination de la performance de la firme

Variable dépendante : BRENTECO (rentabilité économique binarisée à hauteur du premier tercile de la distribution) :	
$\chi^2 = 30,5^a$	(88) = Cte -0,7608 BTAILLE ^b +0,8159 BDIR ^c - 0,5574 BENT ^c - 0,7984 BFIN ^b -0,6556 BPADM10 ^c
$\chi^2 = 19,4^a$	(89) = Cte -0,6799 BTAILLE ^b +1,3242 BDIR ^a
$\chi^2 = 08,6^a$	(90) = Cte - 0,7809 BMOY1 ^a
$\chi^2 = 11,6^a$	(91) = Cte +0,7454 BPI ^b - 0,8577 BENT ^a - 0,5929 BFIN ^c
$\chi^2 = 28,1^a$	(92) = Cte - 0,9210 BTAILLE ^a - 0,6464 BMOY1 ^b +1,4352 BINS ^b +0,5559 BFIN ^c
Variable dépendante : BRENTFIN (rentabilité financière binarisée à hauteur du premier tercile de la distribution) :	
$\chi^2 = 17,3^a$	(88) = Cte - 0,8802 BTAILLE ^a +1,5498 BPERS ^b
$\chi^2 = 08,2^a$	(89) = Cte +0,8850 BTAILLE ^a
$\chi^2 = 20,1^a$	(90) = Cte - 0,5878 BTAILLE ^b +0,7672 BPERS ^c - 1,2796 BPHY ^a +0,8657 BPADM10 ^c
$\chi^2 = 14,4^a$	(91) = Cte - 0,5279 BTAILLE ^b - 0,9523 BPHY ^b +0,8147 BPADM10 ^c
$\chi^2 = 20,4^a$	(92) = Cte - 0,9210 BTAILLE ^a +0,7296 BPERS ^b +0,6941 BFIN ^c
Variable dépendante : BSHARPE (indice de Sharpe binarisé à hauteur de la médiane de la distribution) :	
$\chi^2 = 23,5^a$	(91) = Cte +1,5313 BEXFI2 ^c - 1,3076 BP5 ^a +1,4148 BCONNEC
$\chi^2 = 16,3^a$	(92) = Cte +1,4302 BEXFI2 ^c - 1,0648 BP5 ^b - 1,9527 I ^b
$\chi^2 = 38,4^a$	(93) = Cte +2,2038 BEXFI2 ^b +1,8175 BEXINI ^c - 1,0734 BPHY_92 ^c +1,5523 BMOY2_93 ^b +2,6148 BEXFII ^a BENT_93 ^b
Performance comptable : N= 242 ; a, b et c : significatif au seuil de 1 %, 5 %, 10 %.	
Performance boursière : N= 130	

Tableau 5 – Détermination de l'enracinement du dirigeant

Variable dépendante : BDUREE1 (93) (durée du mandat du dirigeant binarisée à hauteur de cinq ans d'ancienneté) =
$\chi^2 = 32,386^a$ Cte +8,0217 BCUMPDG2 -1,1503 BP5 ^c -0,9703 BNATC ^c + 1,7866 BINS2 ^a

Variable dépendante : BDUREE2 (93) (durée du mandat du dirigeant binarisée à hauteur de dix ans d'ancienneté) =	
$\chi^2 = 33,384^a$	Cte +2,1641 BCUMPDG2 ^a -1,2653 BP5 ^b +1,6604 BNATF ^a + 1,5389 BMOY2 ^a +1,6072 BCUMADM
Variable dépendante : BAGE (93) (dépassement de l'âge légal de la retraite) =	
$\chi^2 = 28,041^a$	Cte +1,4356 BCUMPDG1 ^a - 1,2116 BP5 ^b +1,0169 BNATF ^c + 1,6296 BPHY ^b +1,1585 BCUMADM ^c
N= 141 ; a, b et c : significatif au seuil de 1 %, 5 %, 10 %.	

Conclusion

Le réseau des administrateurs favorise un enracinement « légitime » du dirigeant à travers un prolongement de son mandat qui ne nuit pas aux performances comptable et boursière de la firme. Les dirigeants tirent parti des liens du conseil pour accumuler de nouveaux mandats d'administrateur et ainsi accéder à des gisements d'information leur permettant de se spécialiser dans la gestion de la firme et de renforcer leur capital spécifique. Par contre les firmes familiales ou contrôlées par le dirigeant tendent à limiter les liens entre conseils. Deux raisons essentielles peuvent l'expliquer : les contraintes de légitimation pesant sur le dirigeant sont dans ce cas moins prononcées (l'appartenance à la famille et le contrôle de la propriété sont déjà des facteurs de légitimité), et les risques liés au partage des informations sont plus importants pour des firmes qui, pour la plupart, ont une taille insuffisante pour avoir une position sectorielle affirmée.

Le rôle des liens du conseil dans la stabilisation des rapports de la firme avec son environnement est mesuré à travers la réduction des fluctuations du chiffre d'affaires et de l'actif total mais aucune influence de la centralité du conseil n'a été décelée sur la politique de dividende et sur le risque boursier. Ces résultats mitigés au regard des hypothèses formulées semblent indiquer que la minimisation des incertitudes n'est pas une stratégie universelle. Elle dépend notamment de la position du dirigeant dans le cycle d'enracinement et de la position sectorielle de la firme. En effet, J.E. Stiglitz, A.S. Edlin [1992] estiment que les dirigeants ont quelquefois intérêt à augmenter le risque de la firme de manière à décourager d'éventuels acquéreurs : la firme devient alors plus difficile à gérer ce qui permet au dirigeant de valoriser son capital managérial³³. Quant à la stabilité du dividende, plusieurs études³⁴ montrent que les bonnes firmes (et reconnues comme telles) privilégient souvent

³³ M. Paquerot [1996] a montré qu'une augmentation du risque de la firme facilite l'accès du dirigeant à des mandats de PDG supplémentaires qui vont renforcer sa latitude pour s'enraciner en confisquant de la valeur.

³⁴ Voir J.P. Pichard-Stamford [1998].

la saisie des opportunités de croissance de préférence à la signalisation par un dividende stable.

Des recherches ultérieures inviteraient à collecter des informations concernant :

– le ou les secteurs d'activité de la firme sachant qu'ils peuvent déterminer la quantité et la qualité des échanges informationnels entre firmes, ces derniers étant plus importants au sein des secteurs oligopolistiques [H. Dumez, A. Jeunemaître 1996] et moins essentiels pour les firmes à actifs génériques [M. Carney 1998] ;

– la position de la firme dans le réseau des liens directs et indirects du secteur [A. Stinchcombe 1990] afin de savoir si l'occupation d'un carrefour stratégique du réseau interconseils augmente l'emprise de la firme sur la stabilisation du champ organisationnel ;

– la nature des liens interconseils selon qu'ils sont non durables et tiennent aux caractéristiques personnelles des acteurs ou qu'ils sont « intégrationnels », ce qui suppose un remplacement automatique des liens rompus, ces derniers étant établis en fonction des caractéristiques des firmes liées [M. Ornstein 1984 ; D.A. Palmer 1983]. Une dichotomisation des firmes selon le type de lien rencontré conduirait peut-être à relativiser les conclusions d'un enracinement « légitime » du dirigeant par le réseau des administrateurs.

La dynamique des systèmes de légitimation du dirigeant ouvre sans conteste un vaste champ d'investigation. Les liens interconseils ne se réduiraient pas, en effet, à une structure d'ajustement passive aux contraintes institutionnelles de la firme : les dirigeants pourraient y inscrire (collectivement) un levier d'action sur le système des normes sociales en vigueur, notamment à travers le *lobbying* et les divers canaux de la communication institutionnelle [R. Laufer 1996]. Il n'est pas exclu, comme le pense G. Charreaux [1996], que les dirigeants se servent des structures relationnelles interconseils pour mettre préventivement en place certains mécanismes de gouvernance afin de devancer, voire endiguer l'action coercitive future des pouvoirs publics.

Bibliographie

Allen M.P. [1974], « The Structure of Interorganizational Elite Cooptation : Interlocking Corporate Directorates », *American Sociological Review*, vol. 39, p. 393-406.

Atindéhou R. [1996], « La variation inattendue du dividende régulier : un signal d'évolution du bêta ? », *FINECO*, vol. 6, n° 2, 2e semestre, p. 71-83.

Ball R., Foster G. [1982] ; « Corporate Financial Reporting : A Methodological Review of Empirical Research », *Supplement to Journal of Accounting Research*, p. 161-234.

Banerjee A.V. [1993], « The Economics of Rumours », *Review of Economics Studies*, vol. 60, p. 307-327.

Bessis J. [1987], « Les déterminants réels du risque financier », *Finance*, vol. 8, n° 1, p. 33-53.

Booth J.R., Deli D.N. [1996], « Factors Affecting the Number of Outside Directorships Held by CEOs », *Journal of Financial Economics*, vol. 40.

Bouyer J., Hémon D., Cordier S., Derriennic F., Stücker I., Stengel B., Clavel J. [1995], *Epidémiologie, principes et méthodes quantitatives*, Éditions INSERM.

Brickley J.A., Lease R.C., Smith C.W. [1988], « Ownership Structure and Voting on Antitakeover Amendments », *Journal of Financial Economics*, vol. 20, p. 267-291.

Burt R.S. [1980], « Cooptive Corporate Actor Networks : a Reconsideration of Interlocking Directorates Involving American Manufacturing », *Administrative Science Quarterly*, vol. 25, p. 557-581.

Burt R.S. [1983], *Corporate Profits and Cooptation*, Academic Press.

Caby J., Hirigoyen G. [1997], *La création de valeur de l'entreprise*, Économica.

Caby J., Hirigoyen G. [1998], « Histoire de la valeur en finance d'entreprise », *Actes des XIVèmes Journées Nationales des I.A.E.*, tome 1, *Valeur, marché et organisation*, Presses Académiques de l'Ouest, avril, p. 133-174.

- Cannella A.A., Lubatkin M. [1993], « Succession as a Sociological Process : Internal Impediments to Outsider Selection », *Academy of Management Journal*, vol. 36, p. 763-793.
- Carney M. [1998], « The Competitiveness of Network Production : The Role of Trust and Asset Specificity », *Journal of Management Studies*, vol. 35, n° 4, July, p. 457-479.
- Castanias R.P., Helfat C.E. [1992], « Managerial and Windfall Rents in the Market for Corporate Control », *Journal of Economic Behavior and Organization*, vol. 18, p. 153-184.
- Caswell J.A. [1987], « Dominant Forms of Corporate Control in the U.S. agribusiness sector », *American Journal of Agricultural Economics*, vol. 69, n° 1, p. 11-21.
- Charreaux G. [1991], « Structure de propriété, relation d'agence et performance financière », *Revue Économique*, vol. 42, mai, p. 521-552.
- Charreaux G. [1996], « Pour une véritable théorie de la latitude managériale et du gouvernement des entreprises », *Revue Française de Gestion*, novembre-décembre, p. 50-64.
- Charreaux G., Desbrières P. [1998], « Gouvernance des entreprises : valeur partenariale contre valeur actionnariale », *Finance Contrôle Stratégie*, vol. 1, n° 2, juin, p. 57-88.
- Conger J.A., Finegold D., Lawler E.E. [1998], « Appraising Boardroom Performance », *Harvard Business Review*, January-February, p. 136-148.
- Davis G.F. [1991], « Agents Without Principles ? The Spread of the Poison Pill through the Intercorporate Network », *Administrative Science Quarterly*, vol. 36, p. 583-590.
- Davis G.F. [1996], « The Significance of Board Interlocks for Corporate Governance », *Corporate Governance*, vol. 4, n° 3, July, p. 154-159.
- Davis G.F. Greve H.R. [1995], « Social Characteristics of Organizations and the Structure of Intercorporate Diffusion », *Unpublished manuscript*, Graduate School of Business, Columbia University.
- Demarigny F. [1994], « Les investisseurs institutionnels : des actionnaires neutres ? », *Revue d'Économie Financière*, n° 31, Hiver, p. 109-118.

- Desbrières P. [1988], « Sociétés privatisées : comment stabiliser l'actionnariat direct », *Revue Française de Gestion*, janvier-février, p. 37-42.
- DiMaggio P.J. [1982], « The Structure of Organizational Fields : an Analytical Approach and Policy Implications », *Paper Prepared for SUNY-Albany Conference on Organizational Theory and Public Policy*, April 1 et 2.
- DiMaggio P.J., Powell W.W. [1983], « The Iron Cage Revisited : Institutional Isomorphism and Collective Rationality in Organizational Fields », *American Sociological Review*, vol. 48, p. 147-161.
- DiMaggio P.J., Powell W.W. [1991], Introduction in W.W. Powell et P.J. DiMaggio (Eds), *The New Institutionalism in Organisational Analysis*, University of Chicago Press, p. 1-38.
- Domhoff W.G. [1967], *Who Rules America ?*, Prentice-Hall.
- Dooley P. [1969], « The Interlocking Directorate », *American Economic Review*, vol. 59, p. 314-323.
- Dumez H., Jeunemaître A. [1995], « Savoirs et décisions : réflexions sur le mimétisme stratégique », in F.Charue-Duboc, *Des Savoirs en Action*, L'Harmattan, p. 25-49.
- Dumez H., Jeunemaître A. [1996], « Information et décision stratégique en situation d'oligopole : l'exemple du secteur cimentier », *Revue Économique*, vol. 47, n° 4.
- Easterbrook F. [1984], « Two Agency-Cost Explanations of Dividends », *American Economic Review*, vol. 74, p. 650-659.
- Fama E.F., Babiak H. [1968], « Dividend Policy : an Empirical Analysis », *Journal of the American Statistical Association*, December, p. 1132-1161.
- Fligstein N. [1990], *The Transformation of Corporate Control*, Harvard University Press.
- Fligstein N., Brantley P. [1992], « Bank Control, Owner Control, or Organizational Dynamics : Who Controls the Large Modern Corporation », *American Journal of Sociology*, vol. 98, n° 2.
- Froehlicher T. [1998], « Les liens sociaux entre dirigeants et le déclenchement de la coopération interentreprises », *Finance Contrôle Stratégie*, vol. 1, n° 1, p. 99-124.

- Galaskiewicz, J. [1985] ; « Interorganizational Relations », *Annual Review of Sociology*, vol. 11, p. 281-304.
- Galaskiewicz J., Wasserman S. [1989], « Mimetic Processes Within an Interorganizational Field : An Empirical Test », *Administrative Science Quarterly*, vol. 34, n° 3, p. 454-479.
- Goshen Z. [1994], « Optimal Dividend Policy and Tax Distortions », *Israel Law Review*, vol. 28, n° 1, Winter, p. 23-42.
- Gustavsson V. [1999], « Is the Bigger the Better (from Legitimacy Point of View) ? », *Working Paper*, Jonkoping International Business School, Jonkoping University.
- Hambrick D.C., Fukutomi G.D. [1991], « The Seasons of CEO's Tenure », *Academy of Management Review*, vol. 16, p. 719-742.
- Haunschild P.R. [1993], « Interorganizational Imitation : the Impact of Interlocks on Corporate Acquisition Activity », *Administrative Science Quarterly*, vol. 38, n° 4, p. 564-592.
- Hermalin B., Weibach M. [1988], « The Determinant of Board Composition », *Rand Journal of Economics*, vol. 19, n° 4, Winter.
- Hirshleifer D. [1993], « Managerial Reputation and Corporate Investments Decisions », *Financial Management*, Summer, p. 145-159.
- Huse M., [1995], « Stakeholder Thinking and the Board of Directors in Owner/Manager Firms » in J. Nasi (Ed.), *Understanding stakeholder thinking*, LSR Publications, p. 197-214.
- Judge W.Q., Dobbins G.H. [1995], « Antecedents and Effects of Outside Director's Awareness of CEO Decision Style », *Journal of Management*, vol. 21, n° 1.
- Kadushin C. [1995], « Friendship Among the French Financial Elite », *American Sociological Review*, vol. 60, p. 202-221.
- Kaplan S.N., Reishus D. [1990], « Outside Directorship and Corporate Performance », *Journal of Financial Economics*, vol. 27, n° 2, p. 389-411.
- Klein A. [1996], « Firm Performance and Board Committee Structure », *Working Paper*, Leonard N. Stern School of Business, New York University.
- Knight F.H. [1965], *Risk, Uncertainty, and Profit*, Harper et Row, first published in 1921.

- Lang J.R., Lockhart D.E. [1990], «Increased Environmental Uncertainty and Changes in Board Linkage Patterns », *Academy of Management Journal*, vol. 33, n° 1, p. 106-128.
- Lang M.H., Lundholm R.J. [1996], «Corporate Disclosure Policy and Analyst Behavior », *The Accounting Review*, October, vol. 71, n° 4, p. 467-492.
- Laufer R. [1996], « Quand diriger, c'est légitimer », *Revue Française de Gestion*, novembre-décembre, p. 12-37.
- Lazega E. [1998], *Réseaux sociaux et structures relationnelles*, Que sais-je ?, n° 3399, PUF.
- Lin N. [1995], «Les ressources sociales : une théorie du capital social », *Revue Française de Sociologie*, vol. 36, p. 685-704.
- Mace M.L. [1971], *Directors : Myth and Reality*, Harvard Business School Press.
- Mickey, Greenland [1989], « The Impact of Confounder Selection Criteria on Effect Estimation », *American Journal of Epidemiology*, vol. 129, p. 118-137.
- Miller D., [1993], «Some Organizational Consequences of CEO Succession », *Academy of Management Journal*, vol. 36, p. 644-659.
- Mintz B., Schwartz M. [1985], *The Power Structure of American Business*, University Chicago Press.
- Mizruchi M.S. [1982], *The American Corporate Network : 1904-1974*, Sage.
- Mizruchi M.S. [1996], « What Do Interlocks Do ? An Analysis, Critic, and Assessment of Research on Interlocking Directorates », *Annual Review of Sociology*, vol. 22, p. 271-298.
- Monsen R.J., Downs A. [1965], « The Behavior of the Large Managerial Firm », *Journal of Political Economy*, vol. 7, June, p. 221-237.
- Morck R., Shleifer A., Vishny R.W. [1989], « Alternative Mechanisms for Corporate Control », *American Economic Review*, vol. 79, n° 4, September, p. 842-852.
- Morck R., Shleifer A., Vishny R.W. [1990], « Do Managerial Objectives Drive Bad Acquisitions ? », *Journal of Finance*, vol. 45, p. 31-48.

- O'Reilly C.A., Main B.G., Crystal G.S. [1988], «CEO Compensation as Tournament and Social Comparison : a Tale of two Theories », *Administrative Science Quarterly*, vol. 33, n° 2, p. 257-274.
- Oliver A., Ebers M. [1998], «Networking Network Studies : an Analysis of Conceptual Configurations in the Study of Interorganizational Relationships », *Organization Studies*, vol. 19, n° 4, p. 549-583.
- Ornstein M. [1984], «Interlocking Directorates in Canada : Intercorporate or Class Alliance ? », *Administrative Science Quarterly*, vol. 29.
- Palmer D.A. [1983], «Broken Ties : Interlocking Directorates and Intercorporate Coordination », *Administrative Science Quarterly*, vol. 28, n° 1, p. 40-55.
- Palmer D.A., Jennings P.D., Zhou X. [1993], «Late Adoption of the Multidivisional Form by Large U.S. Corporations : Institutional, Political, and Economic Accounts », *Administrative Science Quarterly*, vol. 38, n° 1, p. 100-131.
- Paquerot M. [1996], «L'enracinement des dirigeants et ses effets », *Revue Française de Gestion*, novembre-décembre, p. 212-225.
- Pennings J.M. [1980], *Interlocking Directorates*, Jossey-Bass.
- Pfeffer J. [1972], «Size and Composition of Corporate Board of Directors : The Organization and its Environment », *Administrative Science Quarterly*, vol. 17, p. 218-228.
- Pfeffer J., Salancik G. [1978], *The External Control of Organizations : a Ressource Dependence Perspective*, Harper et Row.
- Pichard-Stamford J.P. [1997], «La contribution du réseau des administrateurs à la légitimation du dirigeant auprès de multiples catégories d'actionnaires », Thèse, Université Montesquieu-Bordeaux 4.
- Pichard-Stamford J.P. [1998], «Politique de dividende, réputation du dirigeant et problèmes de fin de jeu », *papier présenté à l'AFFI*, Paris, vendredi 4 décembre.
- Pigé B. [1993], «Motivation des dirigeants d'entreprises : les moyens de la performance », Thèse de Doctorat en Sciences de Gestion, Université de Bourgogne.
- Roberts J., Pistrui D., Welsch H.P. [1995], «Utilization of the Family Business Network : Behavioral and Structural Predictors in Transfor-

ming Economies », *Working Paper*, <http://www.sbaer.uca.edu/docs/proceedings/96usa117.txt>.

Romieu N., Sassenou N. [1996], « Quels liens établir entre la structure d'actionnariat de la firme et ses performances économiques et financières ? », *Flash. Caisse des Dépôts et Consignations*, n° 96-01.

Roy R., Fox M., Hamilton R. [1994], « Board Size and Potential Corporate and Director Interlocks in Australia 1984-1993 », *Australian Journal of Management*, vol. 19, n° 2, December, p. 201-213.

Scharfstein D.S., Stein J.C. [1990], « Herd Behavior and Investment », *American Economic Review*, vol. 80, p. 465-479.

Schulze W.S., Dino R.N. [1998], « The Impact of Distribution of Ownership on the Use of Financial Leverage in Family Firm », *Working Paper*, University of Connecticut.

Shivdasani A. [1993], « Board Composition, Ownership Structure, and Hostile Takeovers », *Journal of Banking and Economics*, vol. 16, n° 1-2-3, January-April-July, p. 167-198.

Shleifer A., Vishny R.W. [1989], « Management Entrenchment : The Case of Management Specific Investments », *Journal of Financial Economics*, vol. 25, p. 123-139.

Stiglitz J.E., Edlin A.S. [1992], « Discouraging Rivals : Managerial Rent Seeking and Economic Efficiencies », *Working Paper*, n° 4145, National Bureau of Economic Research.

Stinchcombe A. [1990], « Weak Structural Data », *Contemporary Sociology*, vol. 19, p. 380-382.

Stokman F., Van der Knoop J., Wasseur F. [1988], « Interlocks in the Netherlands : Stability and Careers in the Period 1960-1980 », *Sociological Network*, vol. 10, p. 183-208.

Stokman F., Wasseur F. [1985], « National Networks in 1976 », in F. Stokman, R. Ziegler et J. Scott [1985], *Intercorporate Structure : Comparative Analysis of Ten Countries*.

Suchman M.C. [1995], « Managing Legitimacy : Strategic and Institutional Approaches », *Academy of Management Review*, vol. 20, n° 3, p. 571-610.

Useem M. [1979], « The Social Organization of the American Business Elite and Participation of Corporation Directors in the Governance of

American Institutions », *American Sociological Review*, vol. 44, p. 553-572.

Vasta M., Baccini A. [1997], « Banks Industry in Italy, 1911-36 : New Evidence Using the Interlocking Directorates Technique », *Financial History Review*, vol. 4, p. 139-159.

Wesphal J.D., Zajac E.J. [1995], « Who Shall Govern ? CEO / Board Power, Demographic Similarity and New Director Selection », *Administrative Science Quarterly*, vol. 40, n° 1, p. 60-83.

Yermack D. [1996], « Higher Market Valuation of Companies with a Small Board of Directors », *Journal of Financial Economics*, vol. 40, p. 185-211.

Zajac E.J. [1992], « Interlocking Directorates Research and the Study of Boards of Directors », *Unpublished Paper*, Kellogg School of Management, Northwestern University, Evanston IL.

Zand D.E. [1972], « Trust and Managerial Problem Solving », *Administrative Science Quarterly*, vol. 17, n° 2, p. 229-239.

Zeitlin M.D. [1974], « Corporate Ownership and Control : The Large Corporation and the Capitalist Class », *American Journal of Sociology*, vol. 79, n° 5, p. 1073-1119.

Annexes

Tableau 6 – Statistiques sur les variables des échantillons

Caractéristiques de l'enracinement du dirigeant au 31/12/1993						
Variables	moyenne	écart-type	étendue	mode	médiane	
Âge en années	54,81	9,006	[32, 90]	5	55	
Durée du mandat en jours	2177	1769	[149, 14611]	185	1898	
Étendues des moyennes sur l'ensemble des échantillons						
Variables	1988	1989	1990	1991	1992	1993
Géographie du capital						
% des administrateurs	[30,50 ; 31,04]	[29,82 ; 30,72]	[31,38 ; 33,05]	[32,18 ; 33,28]	[31,29 ; 33,03]	[30,05 ; 35,24]
% du dirigeant	[16,75 ; 18,01]	[16,08 ; 17,56]	[16,61 ; 17,97]	[16,00 ; 17,00]	[15,01 ; 16,26]	[18,50 ; 23,42]
% des entreprises	[32,39 ; 33,24]	[34,78 ; 36,17]	[36,02 ; 38,24]	[38,16 ; 40,78]	[38,63 ; 40,22]	[40,12 ; 45,21]
% des institutionnels	[3,74 ; 4,61]	[3,53 ; 4,87]	[3,96 ; 4,70]	[3,96 ; 4,81]	[4,53 ; 5,06]	[3,99 ; 4,50]
% des financiers	[3,82 ; 4,34]	[4,29 ; 4,86]	[4,42 ; 4,90]	[4,74 ; 5,37]	[6,19 ; 6,45]	[5,12 ; 6,90]
% du personnel	[0,72 ; 0,78]	[0,88 ; 0,99]	[0,80 ; 0,91]	[1,00 ; 1,09]	[1,05 ; 1,15]	[1,00 ; 1,12]

% des personnes physiques	[2,68 ; 3,09]	[2,25 ; 3,07]	[2,06 ; 3,00]	[1,87 ; 2,14]	[2,02 ; 2,25]	[1,98 ; 2,41]
Conseil d'administration						
Connexions théoriques	[52,66 ; 52,99]	[52,66 ; 53,41]	[55,49 ; 56,02]	[56,54 ; 57,80]	[55,55 ; 56,43]	[54,21 ; 55,69]
Nombre moyen de mandats par administrateur	[6,11 ; 6,45]	[6,18 ; 6,54]	[5,90 ; 6,10]	[5,94 ; 6,29]	[5,80 ; 6,19]	[5,85 ; 6,21]
% des administrateurs ayant plus de dix mandats	[20,20 ; 21,21]	[20,32 ; 21,60]	[18,41 ; 18,81]	[19,00 ; 19,43]	[19,12 ; 19,50]	[18,32 ; 18,44]
Taille du conseil	[7,64 ; 8,17]	[7,42 ; 8,05]	[8,31 ; 8,85]	[8,42 ; 9,05]	[8,03 ; 8,81]	[7,82 ; 8,63]
% des externes au conseil	[57,41 ; 57,91]	[57,28 ; 58,04]	[57,02 ; 57,30]	[56,35 ; 56,76]	[54,80 ; 55,39]	[54,45 ; 55,41]
% des externes financiers	[4,52 ; 4,82]	[4,58 ; 4,72]	[4,62 ; 4,67]	[4,73 ; 5,92]	[4,51 ; 5,75]	[4,42 ; 6,63]
% des externes institutionnels	[1,14 ; 1,16]	[1,11 ; 1,13]	[1,43 ; 1,64]	[1,42 ; 1,56]	[1,12 ; 1,21]	[1,15 ; 1,45]

Tableau 7 – *Matrice des corrélations bivariées entre la centralité du conseil et les autres caractéristiques du conseil d'administration*

variables	taille 88	taille 89	taille 90	taille 91	taille 92	% ext 88	% ext 89	% ext 90	% ext 91	% ext 92
nombre moyen de mandats par administrateur	0,408	0,399	0,474	0,400	0,420	0,421	0,431	0,433	0,253	0,268
pourcentage des administrateurs ayant plus de dix mandats	0,323	0,320	0,452	0,411	0,421	0,358	0,368	0,328	0,354	0,323
N = 235										
Significativité des coefficients de corrélation = 0,000										

Tableau 8 – *Symboles des variables et seuils de binarisation*

Variabes	Symboles	Seuils de binarisation (valeur 1 =)
<i>Centralité du conseil :</i>		
Nombre de connexions théoriques	BCONN1 BCONN2	30 connexions ou plus (1er quartile) 60 connexions ou plus (médiane)
Nombre moyen de mandats par administrateur	BMOY1 BMOY2	5 mandats ou plus 10 mandats ou plus
Pourcentage des administrateurs ayant plus de 10 mandats	BPADM10	50 % du conseil
<i>Taille du conseil</i>		
BTAILLE		
<i>Taille de la firme :</i>		
Logarithme de l'actif total	BLOGAC	Médiane
Logarithme de la capitalisation boursière	BLOGKB	Médiane
<i>Nature de la firme :</i>		
Firme familiale	BNATF	
Firme contrôlée	BNATC	
Firme managériale	BNATM	
<i>Concentration de la propriété :</i>		
Participation du premier actionnaire	BP1	33,33 % du capital
Participation des 5 premiers actionnaires	BP5	50 % du capital
<i>Stabilisation du champ organisationnel :</i>		
Accroissement annuel moyen du chiffre d'affaires	BAACA ³⁵	1er quartile
Coefficient de variation du chiffre d'affaires	BCVCA	1er quartile
Coefficient de variation de l'actif	BCVAC	1er quartile
Coefficient de variation du dividende	BCVDIV	1er quartile
Coefficient de variation du payout	BCVPAYOUT	1er quartile
Risque boursier	BVTRABOU	1er quartile
<i>Mandats du dirigeant :</i>		
Nombre de mandats d'administrateur du dirigeant	BCUMADM	4 mandats ou plus
Nombre de mandats de PDG du dirigeant	BCUMPDG1 BCUMPDG2	4 mandats ou plus 8 mandats ou plus

³⁵ BAACA distingue ainsi les firmes selon qu'elles ont eu une croissance du chiffre d'affaires supérieure ou inférieure à 20 % entre 1988 et 1992.

<i>Enracinement du dirigeant :</i>		
Dépassement de l'âge de la retraite	BAGE	65 ans ou plus
Durée du mandat du dirigeant	BDUREE1 BDUREE2	5 ans ou plus 10 ans ou plus
<i>Performance de la firme :</i>		
Rentabilité économique (EBE/actif total)	BRENTECO	Médiane
Rentabilité financière (résultat net/capitaux propres)	BRENTFIN	Médiane
Indice de Sharpe	BSHARPE	Médiane
Variables de contrôle		
<i>Structure de production :</i>		
Intensité capitalistique (amort./ charges d'expl.)	BINTCAP	Deuxième tercile
Imm. incorporelles / imm. corporelles	BPIMIN	Deuxième tercile
<i>Géographie de l'actionariat :</i>		
Participation des administrateurs	BADM	33,33 % du capital
Participation du dirigeant	BDIR	33,33 % du capital
Participation des entreprises	BENS	50 % du capital
Participation des institutionnels	BINS	Présents dans le capital
Participation des institutions financières	BFIN	5 % du capital
Participation du personnel	BPERS	Présents dans le capital
Participation des personnes physiques	BPHY	5 % du capital
Externes financiers	BEXFI1 BEXFI2	Présents au conseil 20 % ou plus du conseil
Externes institutionnels	BEXIN1 BEXIN2	Présents au conseil 10 % ou plus du conseil