

Quelle est la performance à long terme des entreprises dirigées par les élites ? Le cas français

Isabelle ALLEMAND

Professeur
École Supérieure de Commerce de Dijon

Alain SCHATT

Professeur en sciences de gestion
Université de Bourgogne

LEG UMR Cnrs 5118 – FARGO

Centre de recherche en Finance, ARchitecture et Gouvernance des Organisations

Cahier du FARGO n° 1100604

Juin 2010

Résumé : Cet article s'intéresse à l'influence des caractéristiques des dirigeants de 135 sociétés françaises cotées sur la performance économique à long terme. Plus précisément, il cherche à vérifier si les élites, c'est-à-dire les dirigeants issus de grandes écoles d'ingénieur (notamment de l'Ecole Polytechnique) ou de commerce (notamment d'HEC), gèrent mieux les entreprises que les autres dirigeants. Nos résultats mettent en évidence que la performance, mesurée sur une période de 10 ans (1999-2008), ne diffère pas significativement pour les entreprises dirigées par les élites comparativement à celle enregistrée par les autres dirigeants, mais que des différences existent selon les profils des dirigeants issus des grandes écoles. En particulier, il semble que les rentabilités économiques moyennes soient plus faibles à long terme pour les entreprises dont les dirigeants sont issus de grandes écoles d'ingénieur. En revanche, le risque économique semble significativement moindre pour les entreprises ayant à leur tête des dirigeants issus de grandes écoles de commerce.

Mots clés : élites ; grande école d'ingénieur ; grande école de commerce ; France ; performance à long terme.

JEL Classification : G300 ; G390.

Contact : Isabelle ALLEMAND, Ecole Supérieure de Commerce de Dijon, isabelle.allemant@escdijon.eu, Alain SCHATT, IAE de Dijon, Université de Bourgogne, alain.schatt@u-bourgogne.fr

Depuis plusieurs décennies, une vaste littérature en économie et en gestion s'intéresse aux déterminants de la performance des entreprises. Les caractéristiques des entreprises (taille, croissance, structure de propriété, etc.) et les caractéristiques des industries (structure de marché, etc.) notamment ont donné lieu à de nombreux travaux (Capon et al., 1990 ; Rumelt, 1991). En revanche, l'incidence des caractéristiques des dirigeants sur la performance des entreprises reste peu étudiée à ce jour (Hambrick, 2007).

Trois principaux courants de recherche permettent de formuler l'hypothèse d'une influence des caractéristiques des dirigeants sur la performance : les échelons supérieurs (Hambrick et Mason, 1984), la *Resource Based View* (Barney, 1991), les réseaux sociaux (Mizruchi, 1996). Il ressort de ces travaux que les dirigeants qui possèdent une formation et une expérience supérieures, des compétences inimitables et des relations sociales plus riches, devraient développer des stratégies d'entreprise plus profitables à long terme.

Notre article contribue à nourrir cette problématique de trois principales manières. Premièrement, il s'intéresse aux dirigeants d'entreprises françaises, dont une proportion importante présente une caractéristique spécifique liée à leur formation : ils sont diplômés d'une "grande école" (GE). En France, après l'obtention de leur baccalauréat (à l'âge de 18 ans), les meilleurs étudiants n'intègrent pas les universités, mais des classes préparatoires pendant deux années. Il existe deux types de classes préparatoires, d'une part, celles qui proposent une formation avancée en mathématiques, afin d'intégrer une GE d'ingénieur, sachant que l'Ecole Polytechnique est la plus prestigieuse d'entre elles ; d'autre part, celles qui préparent à des GE de commerce, parmi lesquelles HEC est considérée comme la meilleure. Seuls les étudiants des classes préparatoires les plus doués intègrent ces écoles. L'existence de cette double sélection conduit de nombreux experts à considérer que le système éducatif français est élitiste. La question se pose de savoir si les élites issues de ces GE gèrent mieux les entreprises que les dirigeants qui ont des formations différentes.

Deuxièmement, cet article analyse l'impact de la formation du dirigeant, en tenant compte simultanément de son expérience, ainsi que de la structure de propriété qui détermine à la fois les incitations du dirigeant et ses contraintes en matière de prise de décision. Une telle étude reste relativement rare dans la littérature. Par exemple, Bertrand et Schoar (2003) se sont intéressés à deux caractéristiques des dirigeants pour expliquer leurs décisions : l'obtention

d'un *Master in Business Administration* (formation) et leur âge (expérience)¹. Notre base de données permet d'apprécier plus finement l'impact de la formation des dirigeants sur la performance des entreprises en analysant le niveau de formation (GE ou non) et le type de formation (industriel ou commercial).

Enfin, troisièmement, la méthodologie utilisée est relativement originale. En effet, cette étude porte sur un échantillon de 135 entreprises françaises cotées où il n'y a pas eu de changement de dirigeants au cours d'une période de 10 ans (1999-2008), pour être en mesure de mieux apprécier dans le temps les effets des stratégies mises en œuvre par les dirigeants. L'utilisation d'une période plus courte (de 3 à 5 ans), fréquemment utilisée dans les études portant sur la performance des entreprises, ne nous semble pas judicieuse parce que certaines décisions ne portent leurs fruits qu'à long terme (par exemple, la recherche-développement, qui se solde par le développement et le lancement de nouveaux produits). Ainsi, ont été retirées de l'échantillon les entreprises où les dirigeants ont été remplacés, quelles qu'en soient les raisons (départ en retraite, dans un contexte de mauvaise performance, décès, ...), puisque les effets réels de la stratégie qu'ils mettent en œuvre ne peuvent pas être évalués à court terme. En ce sens, notre étude se différencie significativement des études antérieures. Par exemple, Bertrand et Schoar (2003) ne considèrent pas que ce problème de durée soit important, puisque leur base de données comprend des dirigeants qui ont été à la tête d'au moins deux entreprises au cours de la période de 10 ans analysée. De plus, l'utilisation d'une période plus longue nous donne la possibilité d'apprécier la performance à travers deux indicateurs : la rentabilité économique (ROA) et le risque économique (σ ROA).

Les résultats ne permettent pas de conclure à une surperformance des entreprises ayant à leur tête des dirigeants issus de GE, comparativement aux entreprises dont les dirigeants ont une autre formation. En revanche, des différences significatives existent entre les dirigeants diplômés de GE d'ingénieur et ceux diplômés de GE de commerce. D'une part, la rentabilité économique moyenne ressort inférieure pour les premiers, d'autre part, le risque économique calculé est inférieur pour les seconds. Autrement dit, dans un cadre "rentabilité-risque", les

¹ Ces auteurs notent (page 1200) : "*Obviously, the two specific managerial characteristics we propose to study here constitute only a small subset of the individual characteristics that we believe might be relevant to decision-making. For example, one would like to know more about family background, past professional experience, or even personal psychology. Unfortunately, obvious data constraints limit the richness of the exercise we can perform*".

diplômés de GE d'ingénieur sous-performent les dirigeants des deux autres groupes, alors que ceux formés dans les GE de commerce enregistrent des performances plus élevées. Ces résultats nous conduisent à évoquer les causes probables de l'absence de surperformance pour les diplômés de GE d'ingénieur, en particulier le biais de sur-confiance. Par ailleurs, nous discutons de la possibilité d'une gestion des résultats plus agressive par les diplômés de GE de commerce, qui pourrait expliquer un risque économique moindre.

L'article est structuré de la façon suivante. Dans la première section, nous exposons notre cadre d'analyse. La méthodologie est présentée dans la seconde section. La troisième section est consacrée aux résultats de notre étude empirique. Enfin, nous synthétisons nos principaux apports et concluons dans une dernière section.

1. Cadre d'analyse

Trois principaux courants de littérature permettent de justifier une influence différente de la formation élitiste des dirigeants sur la performance des entreprises : la théorie des échelons supérieurs, qui se préoccupe des caractéristiques des dirigeants, notamment leur formation, pour expliquer leurs choix stratégiques ; la « *Resource Based View* », qui s'intéresse aux facteurs clés de succès des entreprises, dont fait partie le capital humain managérial ; et, enfin, l'analyse sociologique des réseaux, qui étudie les effets bénéfiques résultant des réseaux de dirigeants (les cercles sociaux, ou les "petits mondes de l'élite").

Selon la théorie des échelons supérieurs, développée par Hambrick et Mason (1984) et synthétisée récemment par Hambrick (2007), la performance des entreprises dépend des caractéristiques des dirigeants, notamment de leur formation et de leur expérience. La formation, reflétant la base cognitive du dirigeant, agirait, au même titre que d'autres idiosyncrasies, sur sa perception et son interprétation des situations auxquelles il est confronté. Si l'on considère que le système éducatif élitiste français permet, d'une part, de sélectionner les étudiants disposant de solides capacités d'analyse et de synthèse, d'autre part, de proposer des formations de haut niveau dans les GE, alors on peut penser que les dirigeants issus des GE devraient être capables de prendre de meilleures décisions que les dirigeants qui n'ont pas été en mesure de suivre le même parcours de formation.

L'influence de la formation élitiste des dirigeants sur la performance se justifie également en tant que source d'avantage concurrentiel. Pour les tenants de la *Resource Based View*, développée par Barney (1991), l'avantage concurrentiel d'une entreprise réside principalement dans l'existence de ressources rares, imparfaitement imitables par les concurrents et valorisables. Le capital humain managérial est valorisable, imparfaitement imitable et rare, car comme l'explique Barney (1991), rare ne signifie pas unique mais réservé à un petit nombre. Castanias et Helfat (1991, 2001), qui s'intéressent à la formation comme élément du capital humain managérial, précisent le rôle clé joué par les ressources managériales pour expliquer la création de valeur de l'entreprise et l'existence de rentes managériales. Le système élitiste français s'inscrit parfaitement dans cette perspective, puisque les élites sont rares et disposent de compétences spécifiques (capacité d'analyse et de synthèse) difficilement imitables. D'autres capacités managériales contribuent également à la rareté et à l'imparfaite imitation du capital humain du dirigeant, en particulier l'expérience et les compétences développées au cours de la vie professionnelle. Dans la mesure où la formation détermine les opportunités de carrière et le parcours des dirigeants, elle joue un rôle primordial dans le processus de formation du capital humain. En fait, il est possible que le talent managérial soit détecté très tôt, grâce au passage par les écoles les plus prestigieuses, tant en France que dans les pays anglo-saxons (McLean et al., 2006).

Enfin, l'influence de la formation élitiste des dirigeants sur la performance peut aussi s'expliquer par l'appartenance à des réseaux (Mizruchi, 1996). Le passage par une GE permet aux futurs dirigeants de nouer plus facilement des alliances industrielles, des partenariats et favorise de nouveaux contacts et la négociation d'accords (Geletkanycz et Hambrick, 1997). L'accès à certaines informations peut également s'en trouver facilité (Haunschild et Beckman, 1998), ainsi que l'influence exercée sur la réglementation concernant les activités des entreprises, dans la mesure où les dirigeants issus des GE ont souvent côtoyé des personnalités du monde politique et économique.

Ces trois courants de littérature permettent donc d'avancer que la formation élitiste des GE, suivie par certains dirigeants français, devrait être synonyme de performance supérieure pour les entreprises qu'ils dirigent, parce que leur capacité d'analyse et de synthèse est supérieure (compétences rares et imparfaitement imitables) et que le passage par les GE facilite l'accès à certains réseaux sociaux. Nous posons donc l'hypothèse suivante :

H₁ : La performance à long terme des entreprises dirigées par des élites est supérieure à celle des autres entreprises.

Les études empiriques sur le lien entre les caractéristiques des dirigeants et la performance des entreprises restent rares. Aux États-Unis, la littérature est consacrée principalement à la définition des *corporate elite*, et notamment du "cœur d'élite" (Useem et Karabel, 1986, d'Aveni et Kesner, 1993), à une description des dirigeants en place ou des effets de réseaux. Pour Cappelli et Hamori (2005), les élites américaines sont constituées des dirigeants diplômés de huit institutions : les *Ivy League Schools* (Brown, Columbia, Cornell, Dartmouth, Harvard, Penn, Princeton, et Yale).

Les résultats obtenus par d'Aveni (1990) et Bertrand et Schoar (2003) tendent à confirmer le rôle positif joué par la formation (et l'expérience) des dirigeants sur la performance des entreprises. Dans l'étude de d'Aveni (1990), portant sur un échantillon de 114 firmes américaines entre 1972 et 1982, les entreprises en difficulté ayant des dirigeants issus des formations élitistes faisaient moins l'objet d'un dépôt de bilan, leur prestige leur permettant de garder plus longtemps la confiance des prêteurs. Bertrand et Schoar (2003), analysant l'impact des caractéristiques managériales sur la performance à partir d'un échantillon de dirigeants (CEO) de Forbes 800 entre 1969 et 1999, constataient que la rentabilité économique (ROA) était plus élevée dans les firmes où le dirigeant était titulaire d'un MBA.

En France, deux études ont été réalisées, mais elles se différencient significativement de la nôtre. Nguyen-Dang (2005), analysant 200 grandes entreprises entre 1994 et 2001, a conclu que les dirigeants issus de formations élitistes étaient moins performants que les autres dirigeants. Sa définition des élites est plus large que la notre, puisqu'elle intègre les diplômés de l'ENA (Ecole Nationale d'Administration). Par ailleurs, sa mesure de performance, à savoir la variation du ROA l'année du changement de dirigeant, limite la portée des résultats, puisqu'elle suppose que les effets de l'arrivée d'un nouveau dirigeant se font ressentir à court terme. Bertrand et al. (2004) ont constaté que le ROA des firmes françaises cotées en bourse entre 1989 et 2002, ayant à leur tête des dirigeants faisant partie de l'élite, était inférieur à celui des firmes des autres dirigeants ne bénéficiaient pas de réseaux sociaux. Leur définition de l'élite est également différente de la nôtre, puisqu'ils considèrent uniquement les diplômés de l'école Polytechnique, de l'ENA et les dirigeants qui sont passés par un ministère, pour

vérifier l'influence des connexions avec le monde politique sur la performance des entreprises. De plus, leurs travaux ne permettent pas de conclure sur les effets à long terme de la formation des dirigeants, puisque ceux-ci sont restés en moyenne cinq ans dans leur échantillon, le minimum étant de trois ans.

2. La méthodologie

2.1. L'échantillon

Pour vérifier notre hypothèse, nous avons constitué un échantillon de 135 entreprises françaises cotées en bourse au cours d'une période de 10 ans, débutant en 1999 et se terminant en 2008. L'information financière provient de la base de données Thomson-Knowledge et les renseignements sur les dirigeants ont été obtenus en croisant plusieurs sources : le Who's Who, le Guide des États Majors, TopManagement, les sites internet des sociétés, les articles de LexisNexis.

Notre échantillon initial comportait toutes les sociétés françaises cotées en bourse, mais trois quarts d'entre elles ne figurent pas dans l'échantillon final pour les raisons suivantes : les sociétés financières et immobilières n'ont pas été retenues pour des raisons de comparabilité des états financiers ; les sociétés qui ont changé de dirigeant exécutif (Directeur général ou Président du directoire), au moins une fois au cours de la période, ont été également retirées, pour être en mesure d'estimer les effets à long terme des choix stratégiques et organisationnels des dirigeants ; enfin, les entreprises qui ont changé de date de clôture des comptes, au moins une fois au cours de la période, ont également été supprimées, pour des raisons de comparabilité des données dans le temps.

2.2. Les variables

2.2.1. La performance à long terme

Pour apprécier la performance à long terme des entreprises, nous privilégions une mesure comptable au détriment d'une mesure boursière, en raison des variations importantes des prix des actions sur les marchés boursiers depuis le début du millénaire. Au début de notre période

d'étude, les prix ont augmenté très fortement, avant de chuter brutalement au moment de l'éclatement de la bulle internet. Par ailleurs, à la fin de notre période d'étude, les prix ont fortement baissé lors de la crise financière internationale. Les résultats de nombreux travaux récents s'inscrivant dans le champ de la finance comportementale (Schiller, 2000 ; Shleifer, 2000), nous conduisent à penser que ces fortes variations de prix ne reflètent pas toujours la valeur fondamentale des entreprises, ce qui signifie qu'une mesure de la performance sur données boursières est très imparfaite.

Pour autant, les données comptables ne sont pas exemptes de limites pour mesurer la performance d'une entreprise. Il est notamment admis, d'une part, que les résultats comptables ne sont pas très fiables, parce que les dirigeants ont tendance à gérer les résultats (Healy et Wahlen, 1999, Dechow et Skinner, 2000), d'autre part, qu'il est difficile d'apprécier le risque assumé par les actionnaires à partir des données comptables. Nous considérons que notre mesure de performance à long terme, permet de contourner partiellement ces limites.

En effet, les biais introduits par la gestion des résultats sont fortement réduits sur longue période, en raison de l'existence d'un effet de "retour à la moyenne". Concrètement, certains choix comptables² (durée d'amortissement des actifs, montant des provisions, réduction des dépenses de R&D, etc.), ont des effets opposés à long terme à ceux escomptés à court terme. Par ailleurs, en nous focalisant sur la rentabilité économique (ROA) plutôt que sur la rentabilité financière (ROE), nous limitons également certains biais résultant de la gestion des résultats, puisque les dirigeants manipulent également les produits et charges exceptionnels (notamment en procédant à des cessions d'actifs, etc.). Notre première mesure de performance utilisée est M-ROA, le ROA moyen au cours des 10 années étudiées. Le ROA correspond au résultat d'exploitation (EBIT) divisé par le total de l'actif.

De plus, l'appréciation du risque supporté par les actionnaires devient plus aisée lorsque les données comptables sont utilisées sur une longue période. En effet, sur une période de 10 ans, il est possible d'évaluer le risque économique des entreprises en calculant l'écart-type des

² Ces choix comptables permettent notamment de lisser, d'augmenter ou de baisser le résultat au cours d'une année, pour permettre aux dirigeants d'atteindre certains objectifs (croissance des résultats pour obtenir leur bonus, affichage d'un résultat conforme aux attentes des analystes financiers pour éviter d'annoncer une mauvaise nouvelle, réduction des résultats pour limiter le montant des impôts sur les bénéfices, etc.).

rentabilités économiques (ET-ROA). Dans les nombreuses études portant sur les déterminants de la performance des entreprises, mais sur des périodes plus courtes (de un à cinq ans), une telle mesure n'est pas pertinente.

Les statistiques fournies dans le tableau 1 mettent en évidence que les 135 entreprises de notre échantillon ont affiché une rentabilité économique moyenne légèrement supérieure à 6 % au cours de la période 1999-2008. L'écart-type "moyen" sur la période excède également 6 %.

[INSERER TABLEAU 1]

2.2.2. Les élites

Cette étude a pour objet de vérifier si les élites gèrent mieux les entreprises et affichent, par conséquent, des résultats supérieurs aux autres dirigeants. La variable GE-ALL permet de distinguer les dirigeants formés dans une grande école (GE-ALL égal à 1) et les autres dirigeants (GE-ALL égal à 0). Dans notre échantillon, 81 dirigeants (60 %) sont diplômés d'une GE.

Pour apprécier plus finement l'influence des élites sur la performance des entreprises, nous distinguons quatre autres variables :

- GE-ING est égale à 1 si les dirigeants ont été formés dans une grande école d'ingénieur, à 0 dans le cas contraire. Cette variable permet d'apprécier le profil "industriel" des dirigeants. Nous anticipons que ces dirigeants obtiennent de meilleures performances dans les entreprises qui évoluent dans les secteurs industriels, en raison des choix technologiques (de produits ou de production) qui sont plus complexes et qui nécessitent donc une expertise spécifique. Au total, 57 dirigeants (42,2 %) de notre échantillon sont diplômés d'une grande école d'ingénieur.
- GE-POLY est égale à 1 si les dirigeants sont diplômés de l'Ecole Polytechnique, qui est généralement considérée comme la meilleure des GE d'ingénieur en France, et égale à 0 dans le cas contraire. Cette variable permet de juger de la capacité de cette école à sélectionner et à former les "meilleurs" dirigeants à profil industriel. Au total, 11 dirigeants (8,1 %) sont diplômés de l'école polytechnique.

- GE-COM est égale à 1 si les dirigeants ont été formés dans une grande école de commerce et égale à 0 dans le cas contraire. Cette variable permet d'apprécier le profil "commercial" des dirigeants. Nous anticipons que ces dirigeants obtiennent de meilleures performances dans les entreprises qui évoluent dans les secteurs des services parce qu'ils disposent d'une expertise spécifique (stratégie, marketing, etc.). Il apparaît que 24 dirigeants (17,8 %) de notre échantillon sont diplômés d'une GE de commerce.
- GE-HEC est égale à 1 si les dirigeants sont diplômés de HEC, considérée comme la meilleure des grandes écoles de commerce en France, elle est égale à 0 dans le cas contraire. Cette variable permet de juger de la capacité de cette école à sélectionner et à former les "meilleurs" dirigeants à profil commercial. Dans notre échantillon, les 8 diplômés d'HEC représentent 5,9 % de l'échantillon.

2.2.3. Les variables de contrôle

Pour apprécier l'impact des élites sur la performance, il est nécessaire de contrôler pour plusieurs autres facteurs susceptibles d'expliquer les choix stratégiques et organisationnels des dirigeants et la performance des entreprises.

L'expérience des dirigeants

L'expérience professionnelle est également un facteur clé du capital humain des dirigeants. Elle est appréciée à l'aide de trois variables :

- AGE est l'âge des dirigeants au début de la période d'étude (1999). Bertrand et Schoar (2003), qui ont également utilisé cette variable, ont constaté que les dirigeants plus âgés étaient plus conservateurs que les dirigeants plus jeunes. Nous anticipons que les dirigeants les plus expérimentés, donc les plus âgés, enregistrent de meilleures performances que les autres dirigeants. Les résultats du tableau 1 mettent en évidence que l'âge moyen des dirigeants de notre échantillon est d'environ 48 années, avec une dispersion relativement forte, puisque le plus jeune et le plus âgé ont respectivement 28 ans et 69 ans.

- ANC-FIRM est égal au nombre d'années de présence du dirigeant à la direction de l'entreprise, au début de la période d'étude (1999). Cette variable complète la variable précédente, dans la mesure où elle permet d'apprécier l'expérience spécifique accumulée dans l'entreprise par un dirigeant. Nous anticipons un impact positif sur la performance de l'ancienneté dans la fonction. Les 135 dirigeants sont présents en moyenne depuis environ 11 ans au début de la période. Certains dirigeants sont arrivés quelques mois avant la date de clôture des comptes, alors que l'un d'entre eux occupe cette fonction depuis 34 ans.
- FOND est égal à 1 si le dirigeant est le fondateur de l'entreprise et égal à 0 sinon. Le fondateur dispose de la connaissance la plus approfondie des forces et faibles l'entreprise, ce qui devrait le conduire à prendre de bonnes décisions. Nous anticipons un impact positif de cette variable sur la performance. Dans 55 % de l'échantillon, le dirigeant est le fondateur de l'entreprise.

La structure de propriété

La seconde variable de contrôle est la structure de propriété. Elle est introduite pour deux raisons. D'une part, elle conditionne les incitations des dirigeants (Jensen et Meckling, 1976), d'autre part, elle fournit des indications sur la latitude dont disposent les dirigeants pour mettre en œuvre leurs compétences. Plus précisément, nous considérons que dans les entreprises à actionnariat dilué, les dirigeants peuvent exprimer pleinement leur potentiel, parce qu'ils ne sont pas freinés par des actionnaires de contrôle (familiaux ou industriels), dont les intérêts ne convergent pas nécessairement avec ceux des actionnaires minoritaires. Les détenteurs de bloc de contrôle, très nombreux en France (Faccio et Lang, 2002), seraient préoccupés par l'extraction des bénéfices privés (Dyck et Zingales, 2004). La présence d'actionnaires de contrôle peut cependant se révéler bénéfique, puisqu'ils sont incités à ce que l'entreprise soit performante, la valeur de leur propre portefeuille dépendant grandement de cette performance (Shleifer et Vishny, 1997). Ces deux types d'arguments contraires permettent d'expliquer pourquoi la relation entre la présence de détenteurs de blocs et la performance des entreprises n'est pas linéaire, mais curvilinéaire (Morck et al., 1988 ; McConnell et Servaes, 1990).

Afin d'apprécier, d'une part, les incitations des dirigeants, d'autre part, leur latitude, nous avons défini deux variables :

- %FIRST est le pourcentage d'actions détenu par le principal actionnaire. Nous anticipons une relation positive entre cette variable et la performance économique. A l'instar de plusieurs études antérieures sur cette question, une relation curvilinéaire est également estimée en élevant au carré la variable (%FIRST²). Nous retenons la structure de propriété au début de période d'étude (en 1999). Les résultats du tableau 1 montrent que le principal actionnaire détient en moyenne près de 50% des actions. Les cas de forte dilution de l'actionnariat sont rares, c'est-à-dire où aucun actionnaire ne détient au moins 5% des actions.
- %FIRST*DIR est une variable d'interaction, qui permet d'apprécier si le dirigeant est le principal actionnaire de l'entreprise (DIR est égal à 1) ou non (DIR est égal à 0). Nous anticipons dans ce cas que les incitations des dirigeants sont fortes et qu'il dispose du pouvoir suffisant pour exprimer pleinement ses compétences dans l'entreprise. Dans notre échantillon, le dirigeant est le principal actionnaire dans 73% des cas.

La taille des entreprises

Dans la mesure où la taille est souvent corrélée à la complexité des entreprises, nous anticipons que les élites obtiennent de meilleurs résultats dans les entreprises de grande taille que les autres dirigeants. Les procédures de sélection pour intégrer les grandes écoles sont supposées détecter les personnes disposant des meilleures capacités d'analyse, avantage clé dans la gestion des grandes entreprises. Nous retenons le logarithme du chiffre d'affaires de l'entreprise (LOG-SALES) en début de période (1999) comme mesure de taille, pour limiter les problèmes de multicollinéarité qui pourraient survenir si le total de l'actif était utilisé, puisque cette grandeur entre déjà dans le calcul du ROA. Les statistiques du tableau 1 montrent que le chiffre d'affaires des entreprises de l'échantillon s'élève en moyenne 950 millions d'euros en 1999, mais la médiane est égale à 93 millions d'euros. La dispersion est donc très forte.

Le secteur d'activité

La dernière variable de contrôle est le secteur d'activité. Nous distinguons les secteurs industriels, où les compétences des diplômés de grandes écoles d'ingénieur sont supposées mieux s'exprimer, et les secteurs des services, où les diplômés de grandes écoles de commerce devraient disposer d'un avantage clé. En nous inspirant de la classification sectorielle proposée par la société NYSE-Euronext, nous définissons deux variables :

- SECT-IND, égale à 1 si l'entreprise évolue dans les secteurs suivants : *Oil & Gas* (0001), *Basic Materials* (1000), *Industrials* (2000), *Consumer Goods* (3000), *Health Care* (4000), égale à 0 sinon. Au total, 61,5 % des firmes de notre échantillon sont considérées comme appartenant à un secteur industriel.
- SECT-SERV, égale à 1 si l'entreprise évolue dans les secteurs suivants : *Consumer Services* (5000), *Telecommunications* (6000), *Utilities* (7000), *Technology* (9000) et égale à 0 sinon. 38,5 % des entreprises évoluent dans ces secteurs.

L'introduction d'autres variables de contrôle susceptibles d'expliquer la performance des entreprises, telles que la croissance de l'entreprise ou l'endettement, nous semble délicate, parce qu'elles reflètent les choix des dirigeants (problème d'endogénéité).

3. Résultats

Dans cette section, nous présentons les résultats de nos analyses multivariées (régressions multiples). Pour chacune des variables de performance (rentabilité économique et risque économique), nous testons quatre modèles différents³. Le premier permet d'apprécier l'impact de l'ensemble des élites sur la performance des firmes ; le second se focalise uniquement sur les diplômés de l'Ecole Polytechnique et d'HEC ; le troisième distingue les diplômés de GE d'ingénieur des diplômés des GE de commerce ; le dernier modèle affine le troisième, en intégrant, d'une part, la possibilité que la relation entre la structure de propriété et la performance soit curvilinéaire, d'autre part, les interactions pouvant exister avec le secteur d'activité, en tenant compte de l'influence potentielle de compétences spécifiques.

³ La matrice de corrélation fournie en annexe met en évidence que la variable FOND, qui dénote la présence d'un fondateur dans l'entreprise, est assez fortement corrélée avec de nombreuses autres variables. Nous n'avons donc pas conservé cette variable pour limiter les problèmes de multicollinéarité.

3.1. La rentabilité économique

Les quatre modèles testés, dont les résultats figurent dans le tableau 2, sont relativement pertinents. Les R^2 ajustés varient entre 15 et 16,3 %, ce qui est plutôt satisfaisant pour ce genre d'étude (tous les tests de Fisher sont inférieurs au seuil de 1 %).

[INSERER TABLEAU 2]

A partir des résultats des deux premiers modèles, nous constatons que les élites n'obtiennent pas de performance significativement supérieure aux autres dirigeants, que l'on retienne l'ensemble des élites (modèle 1), ou uniquement ceux diplômés des deux GE les plus prestigieuses (Ecole polytechnique et HEC). En revanche, en distinguant les élites selon leur appartenance à une GE d'ingénieur ou de commerce (modèles 3 et 4), nous constatons que les diplômés de GE d'ingénieur enregistrent une rentabilité économique moyenne plus faible sur la période d'étude de 10 ans. Ce résultat est statistiquement significatif dans le modèle 4 ($p = 4,9\%$). En revanche, la performance des dirigeants issus de GE de commerce ne diffère pas de celle enregistrée par les autres dirigeants.

La prise en compte des interactions entre le type de formation et le secteur d'activité de la firme ne donne pas de résultats significatifs, à l'exception du modèle dans lequel le R^2 reste faible (9,5%). Les entreprises dirigées par des diplômés de GE d'ingénieur dans les secteurs industriels ne sont pas plus rentables que celles dirigées par des GE de commerce dans les secteurs de service, ou que celles ayant à leur tête d'autres dirigeants.

Parmi les variables de contrôle, il apparaît que l'expérience globale des dirigeants n'influence pas véritablement la performance des entreprises : les dirigeants plus âgés ne sont pas plus performants que les jeunes dirigeants. Par ailleurs, l'ancienneté dans la fonction n'exerce pas non plus un rôle clé.

En revanche, d'autres facteurs agissent sur la performance. Celle-ci augmente significativement avec le pourcentage d'actions détenues par le premier actionnaire (dans les premiers modèles). Le dirigeant étant dans 73% des cas le principal actionnaire, ce résultat confirme l'incitation des dirigeants à créer de la valeur lorsqu'une part importante de leur

richesse est investie dans l'entreprise (Jensen et Meckling, 1976). Le modèle 4 met en évidence que la relation entre la structure de propriété et la performance n'est pas curvilinéaire. Ce résultat différent de celui mis en évidence aux États-Unis par Morck et al. (1988) et par McConnell et Servaes (1990) peut s'expliquer par un actionnariat relativement plus concentré, d'où une moindre importance des effets de seuil.

La rentabilité économique augmente également significativement avec la taille des entreprises. La variable de taille est la seule variable significative dans tous les modèles et dont le seuil de significativité est inférieur à 1%.

3.2. Le risque économique

Les résultats fournis dans le tableau 3 montrent que les quatre modèles testés semblent pertinents pour expliquer le risque économique, à en juger par les R^2 ajustés, qui sont compris entre 34,2 % et 37,3 %. Ces valeurs sont deux fois supérieures à celles obtenues avec les mêmes modèles pour expliquer la rentabilité économique.

[INSERER TABLEAU 3]

Le risque économique des entreprises ayant à la tête des dirigeants issus de GE n'est pas différent de celui des autres firmes, que les tests soient effectués sur l'ensemble des diplômés des GE (modèle 1) ou sur les seuls diplômés des deux GE les plus prestigieuses (Ecole polytechnique et HEC). Comme précédemment, la distinction entre les GE d'ingénieur et les GE de commerce s'avère intéressante, puisque que le risque économique des entreprises dont les dirigeants sont issus des GE de commerce est significativement plus faible que le risque des autres entreprises (modèles 3 et 4).

Un second résultat est intéressant et confirme pour la France les résultats de nombreuses études empiriques anglo-saxonnes : le risque économique décroît significativement avec l'âge des dirigeants. Bertrand et Schoar (2003) notamment avaient constaté que les dirigeants plus âgés étaient plus conservateurs (dans leurs choix) que les dirigeants plus jeunes.

Si la structure de propriété n'influence pas les résultats, de même que le secteur d'activité, il apparaît en revanche que le risque économique décroît avec la taille des entreprises, ce qui semble logique. En effet, les grandes entreprises sont mieux diversifiées au niveau de leur portefeuille de produits et de leur clientèle (diversification géographique).

3.3. Discussion sur l'absence de surperformance des entreprises dirigées par les élites

Les résultats précédents nous conduisent à rejeter l'hypothèse d'une surperformance des entreprises dirigées par les élites. Ce résultat pourrait s'expliquer par des problèmes méthodologiques. Pour pouvoir apprécier la performance des entreprises sur longue période, nous avons éliminé de nombreuses entreprises, en particulier celles où les dirigeants ont été remplacés. Si ces derniers ont perdu leur emploi parce que les performances étaient très faibles et qu'il s'agit principalement de dirigeants ne faisant pas partie de l'élite, alors nos résultats donnent une image trop favorable de la performance des entreprises dirigées par des personnes non diplômées des GE. Ce biais semble cependant minime, puisque Allemand (2008) a montré que, dans les sociétés cotées françaises entre 1996 et 2005, les dirigeants issus des GE connaissaient un taux de rotation plus rapide que les autres dirigeants et, proportionnellement, davantage de départs dans un contexte de mauvaise performance.

Cela étant dit, la distinction entre les diplômés de GE d'ingénieur et de GE de commerce met en évidence des différences significatives. En effet, les premiers enregistrent des rentabilités économiques plus faibles et le risque économique est plus faible pour les seconds. Dans un cadre "rentabilité-risque", ces résultats nous conduisent à conclure que les dirigeants issus de GE de commerce seraient plus performants que ceux des GE d'ingénieur. Autrement dit, le regroupement des deux types d'élites n'est pas pertinent. La question posée est alors de comprendre quelles sont les véritables causes de ces différences.

Deux principales interprétations peuvent être mises en avant. Une première justification pourrait être apportée par la finance comportementale, à travers les biais cognitifs des dirigeants, et en particulier la sur-confiance (dans leurs capacités de gestionnaire) qui peut caractériser les diplômés des GE d'ingénieur. En effet, ces dirigeants, qui ont démontré leur capacité d'analyse et de synthèse en réussissant les deux épreuves de sélection, disposent d'un moindre bagage de gestionnaire, comparativement à leurs connaissances techniques

(d'ingénierie). Cela peut les conduire à accorder plus de poids aux aspects logistiques et de production, comparativement aux aspects commerciaux, financiers et humains. Ainsi, il est probable que leurs choix ne sont pas guidés par les mêmes préoccupations. Par exemple, dans les opérations de fusions-acquisitions, ces dirigeants peuvent être tentés de payer plus cher les cibles, parce qu'ils sont moins conscients des difficultés d'intégration, de réalisation des synergies, ou de l'importance du coût des financements externes. Une telle hypothèse, conforme à certains résultats récents (Malmendier et Tate, 2005, 2008 ; Atkas et al., 2009) mériterait d'être testée.

S'agissant des diplômés de GE de commerce, le moindre risque économique mis en évidence pourrait s'expliquer par une gestion plus élaborée des résultats, et notamment par une volonté de lissage. En effet, la sensibilisation de ces dirigeants aux questions financières étant supérieure, ils pourraient avoir davantage le souci de réduire le risque perçu par les diverses parties prenantes, au premier rang desquelles figurent les actionnaires. Les travaux récents de Leuz et al. (2003) montrent, par exemple, que les dirigeants français lissent plus fortement les résultats que leurs homologues américains. Il serait intéressant de vérifier si ces pratiques sont liées à la formation des dirigeants, c'est-à-dire si les diplômés des GE de commerce lissent plus significativement les résultats que les autres dirigeants.

4. Conclusion

Cet article, portant sur la relation entre les élites et la performance à long terme des entreprises françaises, a permis de mettre en évidence deux résultats principaux. D'une part, les dirigeants issus des grandes écoles ne sont pas globalement plus performants que les autres dirigeants, qu'il s'agisse de rentabilité ou de risque économique. D'autre part, une différence significative existe entre les élites, selon qu'elles aient été formées dans une GE d'ingénieur ou une GE de commerce. La rentabilité économique des entreprises dirigées par les premiers est plus faible, et le risque économique est moindre pour les entreprises ayant à leur tête les seconds. Bien que cet article ne propose pas une explication précise de cette différence, deux hypothèses ont été formulées : la première a trait à une confiance excessive dans leurs capacités de gestion des élites de type ingénieur et la seconde concerne la plus grande "agressivité" des élites issues des GE de commerce en matière de lissage des résultats.

Des prolongements à l'étude seraient nécessaires pour vérifier ces deux hypothèses. Par ailleurs, des travaux complémentaires pourraient également réduire les inévitables limites méthodologiques de ce type d'étude, telles que la largeur de l'échantillon ou l'existence d'autres mesures de l'appartenance à une élite (titulaire d'un doctorat, etc.). Enfin, la réflexion pourrait également être poursuivie et affinée en essayant de mieux comprendre de quelle manière les élites sont susceptibles d'influencer différemment la performance des entreprises. Il serait notamment intéressant de décomposer la relation en deux parties : étudier tout d'abord l'impact de la formation élitiste sur les choix stratégiques, puis effectuer le lien entre les choix stratégiques et la performance.

Références

- Aktas N., De Bodt E., Roll R. (2009), "Learning, *Hubris* and Corporate Serial Acquisitions", *Journal of Corporate Finance*, 15 (5), 543-561.
- Allemand I. (2008), "Contribution à la théorie de la gouvernance : le marché des dirigeants, mécanisme particulier de gouvernance des entreprises", thèse de doctorat en Sciences de Gestion, Université de Bourgogne.
- Barney J. (1991), "Firm Resources and Sustained Competitive Advantage", *Journal of Management*, 17 (1), 99-120.
- Bertrand M., Schoar A. (2003), "Managing with Style: The Effects of Managers on Firm Policies", *Quarterly Journal of Economics*, 118 (4), 1169-1208.
- Bertrand M., Kramaz F., Schoar A., Thesmar D. (2004), "Politically Connected CEOs and Corporate Outcomes: Evidence from France", Working Paper, University of Chicago.
- Cappelli P., Hamori M. (2005), "The New Road to The Top", *Harvard Business Review*, 83 (1), 25-32.
- Capon N, Farley JU, Hoenig S. (1990), "Determinants of Financial Performance: a Meta-Analysis", *Management Science*, 36 (10), 1143-1159.
- Castanias R.P., Helfat C.E. (1991), "Managerial Resources and Rents", *Journal of Management*, 17 (1), 155-171.
- Castanias R.P., Helfat C.E. (2001), "The Managerial Rents Model: Theory and Empirical Analysis", *Journal of Management*, 27 (6), 661-679.

D'Aveni R.A. (1990), "Top Managerial Prestige and Organizational Bankruptcy", *Organization Science*, 1 (2), 121-142.

D'Aveni R.A., Kesner I.F. (1993), "Top Managerial Prestige, Power and Tender Offer Response: A Study of Elite Social Networks and Target Firm Cooperation during Takeovers", *Organization Science*, 4 (2), 123-151

Dechow P., Skinner D. (2000), "Earnings Management: Reconciling the Views of Accounting Academics, Practitioners, and Regulators", *Accounting Horizons*, 14 (2), 235–250.

Dyck A., Zingales L. (2004), "Private Benefits of Control: an International Comparison", *Journal of Finance*, 59 (2), 537–600.

Faccio M., Lang L.H.P. (2002), "The Ultimate Ownership of Western European Corporations", *Journal of Financial Economics*, 65 (3), 365-395.

Geletkanycz M. A., Hambrick D. C. (1997), "The External Ties of Top Executives: Implications for Strategic Choice and Performance". *Administrative Science Quarterly*, 42 (4), 654-681.

Hambrick D.C. (2007), "Upper Echelons Theory: An Update", *Academy of Management Review*, 32 (2), 334-343.

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

Haunschild P. R., Christine M. Beckman (1998). "When do Interlocks Matter? Alternate Sources of Information and Interlock Influence", *Administrative Science Quarterly*, 43 (4), 815-844.

Healy P., Wahlen J. (1999), "A Review of the Earnings Management Literature and its Implications for Standard Setting", *Accounting Horizons*, 13 (4), 365–383.

Jensen M.C., Meckling W.H. (1976), "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics*, 3 (4), 305-360.

Leuz, C., Nanda D., Wysocki P. (2003), "Earnings Management and Investor Protection: An International Comparison", *Journal of Financial Economics*, 69 (3), 505-527.

MacLean M., Harvey C., Press J. (2006), *Business Elites and Corporate Governance in France and the UK*, Basingstoke and New York: Palgrave Macmillan.

Malmendier U., Tate G. (2005), "CEO Overconfidence and Corporate Investment", *The Journal of Finance*, 60 (6), 2661-2700.

Malmendier U., Tate G. (2008), "Who Makes Acquisitions? CEO Overconfidence and the Market's Reaction", *Journal of Financial Economics*, 89 (1), 20-43.

Mizruchi M. S. (1996), "What Do Interlocks Do? An Analysis, Critique and Assessment of Research on Interlocking Directorates," *Annual Review of Sociology*, 22 (1), 271-298.

Morck R., Shleifer A., Vishny R.W. (1988), "Management Ownership and Market Valuation. An Empirical Analysis", *Journal of Financial Economics*, 20 (1/2), 293-315.

McConnell J.J., Servaes H. (1990), "Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value", *Journal of Financial Economics*, 27 (2), 595-612.

Nguyen-Dang B. (2005), "Does the Rolodex Matter? Corporate Elite's Small World and The Effectiveness of Boards of Directors", *Working Paper*, HEC Paris School of Management.

Rumelt R. P. (1991), "How Much Does Industry Matter?", *Strategic Management Journal*, 12 (3), 167-185.

Shiller R. J., 2000, *Irrational Exuberance*, Princeton University Press.

Shleifer A., Vishny R.W., 1997, "A survey of Corporate Governance", *Journal of Finance*, 52 (2), 737-783.

Shleifer A. (2000), *Inefficient Markets. An Introduction to Behavioral Finance*, Oxford University Press.

Useem M., Karabel J. (1986), "Pathways to Top Corporate Management", *American Sociological Review*, 51 (2), 184-200

Tableau 1. Statistiques descriptives

	Moyenne	Médiane	Ecart-type	Min.	Max.
<u>1. La performance</u>					
M-ROA : rentabilité économique (moyenne sur 10 ans)	6,15%	6,32%	8,33%	-27,98%	30,17%
ET-ROA : risque économique (écart-type du ROA sur 10 ans)	6,46%	3,76%	7,22%	0,63%	44,71%
<u>2. Les variables explicatives</u>					
<i>Expérience du dirigeant</i>					
AGE : âge des dirigeants (en 1999)	48,21	48	8,01	28	69
ANC-FIRM : ancienneté dans l'entreprise (en 1999)	11,23	10	8,14	0	34
<i>Structure de propriété</i>					
%FIRST : pourcentage d'actions détenus par le principal actionnaire (en 1999)	48,23%	47,87%	20,63%	1%	88,14%
<i>Taille des entreprises</i>					
SALES : chiffre d'affaires moyen sur 10 ans (en K. euros)	948 854	93 255	2 872 964	786	16 374 240

Tableau 2. Modèles explicatifs de la rentabilité économique (régressions multiples)

	<i>Modèle 1</i>			<i>Modèle 2</i>			<i>Modèle 3</i>			<i>Modèle 4</i>		
	<i>Coef.</i>	<i>t</i>	<i>p</i>									
Constante	-0,145	-2,630	0,010	-0,153	-2,880	0,005	-0,140	-2,570	0,011	-0,158	-2,309	0,023
GE-ALL	-0,009	-0,663	0,508									
GE (Poly+HEC)				0,005	0,259	0,796						
GE-ING							-0,021	-1,420	0,158	-0,041	-1,985	0,049
GE-COM							0,017	0,893	0,373	0,022	1,025	0,307
AGE	0,001	0,622	0,535	0,001	0,614	0,540	0,001	0,686	0,494	0,000	0,434	0,665
ANC-FIRM	0,002	1,580	0,117	0,002	1,651	0,101	0,001	1,520	0,131	0,002	1,683	0,095
%FIRST	0,001	1,705	0,091	0,001	1,859	0,065	0,000	1,415	0,160	0,002	1,159	0,249
%FIRST ²										0,000	-1,041	0,300
FIRST*DIR										0,000	0,496	0,620
LOG(SALES)	0,024	2,900	0,004	0,024	2,885	0,005	0,024	2,943	0,004	0,027	3,020	0,003
SEC-IND												
GE-ING*SEC-IND	0,024	1,683	0,095	0,023	1,622	0,107	0,022	1,504	0,135	0,033	1,500	0,136
GE-COM*SEC-SERV										-0,006	-0,173	0,863
R ² ajusté	0,152			0,150			0,172			0,163		
F	5,006			4,930			4,981			3,610		
p	0,000			0,000			0,000			0,000		
Observations	135			135			135			135		

Tableau 3. Modèles explicatifs du risque économique (régressions multiples)

	<i>Modèle 1</i>			<i>Modèle 2</i>			<i>Modèle 3</i>			<i>Modèle 4</i>		
	<i>Coef.</i>	<i>t</i>	<i>p</i>									
Constante	0,354	8,429	0,000	0,355	8,755	0,000	0,349	8,509	0,000	0,356	6,834	0,000
GE-ALL	-0,001	-0,119	0,905									
GE (Poly.+HEC)				0,011	0,713	0,477						
GE-ING							0,011	0,967	0,335	0,020	1,275	0,205
GE-COM							-0,028	-1,947	0,054	-0,027	-1,672	0,097
AGE	-0,002	-1,988	0,049	-0,002	-2,035	0,044	-0,002	-2,112	0,037	-0,002	-1,924	0,057
ANC-FIRM	-0,001	-0,780	0,437	-0,001	-0,768	0,444	-0,001	-0,695	0,488	-0,001	-0,840	0,403
%FIRST	0,000	0,291	0,772	0,000	0,385	0,701	0,000	0,688	0,493	0,000	-0,294	0,769
%FIRST ²										0,000	0,484	0,629
FIRST*DIR										0,000	-0,002	0,998
LOG(SALES)	-0,041	-6,357	0,000	-0,041	-6,413	0,000	-0,041	-6,524	0,000	-0,042	-6,109	0,000
SEC-IND	-0,016	-1,472	0,143	-0,016	-1,478	0,142	-0,013	-1,244	0,216			
GE-ING*SEC-IND										-0,016	-0,930	0,354
GE-COM*SEC-SERV										-0,012	-0,413	0,680
R ² ajusté	0,342			0,345			0,373			0,357		
F	12,611			12,742			12,405			8,448		
p	0,000			0,000			0,000			0,000		
Observations	135			135			135			135		

Annexe. Matrice de corrélation

	<i>M-ROA</i>	<i>ET-ROA</i>	<i>GE-ALL</i>	<i>GE-ING</i>	<i>GE-Poly</i>	<i>GE-Com</i>	<i>GE-HEC</i>	<i>AGE</i>	<i>ANC-FIRM</i>	<i>%FIRST</i>	<i>DIR=1</i>	<i>FOND</i>	<i>DSALES</i>	<i>SECT-IND</i>
M-ROA	1,00													
ET-ROA	-0,55	1,00												
GE-ALL	-0,10	0,01	1,00											
GE-ING	-0,22	0,15	0,70	1,00										
GE-Poly	-0,07	0,05	0,24	0,35	1,00									
GE-Com	0,15	-0,18	0,38	-0,40	-0,14	1,00								
GE-HEC	0,15	-0,13	0,20	-0,21	-0,07	0,54	1,00							
AGE	0,25	-0,35	-0,08	-0,08	0,03	-0,01	0,10	1,00						
ANC-FIRM	0,23	-0,12	-0,16	-0,17	-0,12	0,02	0,12	0,45	1,00					
%FIRST	0,19	0,03	-0,20	-0,26	-0,21	0,08	0,08	0,13	0,30	1,00				
DIR=1	0,03	0,20	-0,12	-0,13	-0,13	0,02	0,01	-0,04	0,31	0,45	1,00			
FOND	-0,23	0,36	-0,18	-0,08	-0,22	-0,13	-0,09	-0,22	0,28	0,14	0,30	1,00		
DSALES	0,02	-0,21	-0,03	0,05	0,12	-0,11	-0,06	-0,02	-0,15	-0,20	-0,21	-0,25	1,00	
SECT-IND	0,25	-0,28	0,07	-0,03	0,01	0,13	0,01	0,23	0,12	0,09	-0,06	-0,31	0,08	1,00