

Mai 2014
N° 5

CEPN

Centre d'économie
de l'Université
Paris Nord

Page 1

LUC MARCO

- La rotation des grands
PDG : valse-hésitation ou
ronde profitable ?

Pages 4

- Séminaires & colloques

CEPN Policy Brief

LA ROTATION DES GRANDS PDG : Valse-hésitation ou ronde profitable ?

Luc Marco

Beaucoup d'articles scientifiques utilisent la formule "valse des dirigeants" sans voir que cette expression recouvre deux acceptions. La première est une valse-hésitation entre le choix de licencier le PDG ou de le garder encore un peu. La seconde est un emballement du rythme de la rotation des grands dirigeants sous la pression de rémunérations attractives. Nous essayons ici de situer les deux phénomènes en fonction de la conjoncture depuis quinze ans. Avant la crise de 2008 la valse-hésitation avait tendance à freiner la rotation et ensuite la ronde profitable est venue accélérer la réduction du temps moyen de présence.

On constate, depuis une quinzaine d'années, une accélération de la rotation des grands Présidents Directeurs Généraux au sein des 250 plus grandes sociétés cotées à Euronext, et même parmi les 2500 plus grandes firmes mondiales. Mais s'agit-il d'une valse-hésitation provoquée par la peur d'avoir de mauvaises performances à moyen terme, ou voit-on plutôt tourner une ronde très profitable qui permet aux PDG d'augmenter leurs rémunérations en changeant de firme. La synthèse proposée ici¹ fait le point sur un phénomène important pour le capitalisme financier actuel. Dans un premier temps, nous définissons ce que nous entendons par « valse-hésitation », tandis que dans un second, nous étudions le concept symétrique de « ronde profitable ». Le capitalisme financier est ici assimilé à une danse endiablée dont le rythme s'accélère avec le temps.

La valse-hésitation avant la crise

Plus qu'un comportement hésitant transitoire, nous appelons valse-hésitation le changement de PDG provoqué par la panique face à des résultats catastrophiques ou par un redressement trop lent pour les actionnaires pressés d'engranger des dividendes confortables à terme. Nous avons mis en lumière le problème de l'efficacité du système de gouvernance d'entreprise dans le contexte français en confirmant empiriquement que la probabilité de rotation des dirigeants est négativement liée à la performance de la firme.

Ainsi l'affaiblissement de l'indice de performance déclenchera certains mécanismes de contrôle qui veilleront à vite limoger le dirigeant défaillant sur

ce point. Ce limogeage fait souvent suite à une valse-hésitation pendant laquelle le conseil d'administration pèse le pour et le contre quant à la décision finale. Ce phénomène dépend de la pression des marchés financiers, de la baisse continue de la valeur de l'action et des informations dont disposent les actionnaires majoritaires sur la concurrence en *benchmarking* (qui se disent : que fait notre principal rival ?). Mais la rotation des dirigeants en réponse à une mauvaise performance n'est qu'une condition parmi d'autres pour juger de l'efficacité du système de gouvernance, car la confirmation de cette hypothèse ne peut en aucun cas qualifier le système de gouvernance français de totalement efficient. Au-dessus de l'efficacité qui renvoie aux moyens employés, se trouve l'efficacité qui concerne les résultats atteints et l'effectivité qui vise les objectifs moyens de performance du secteur.

La valse-hésitation est donc due à la difficulté d'estimer ces trois critères dans un plan stratégique. La firme peut être efficiente sans être efficace, efficace sans être effective et effective sans pouvoir suivre le leader du secteur qui est souvent en avance sur tout le monde pendant très longtemps (voir la transformation en cours du secteur du téléphone mobile avec Orange en tête et les autres opérateurs qui se réorganisent). Les financiers s'intéressent trop à l'efficacité, un peu à l'effectivité et pas souvent à l'effectivité. Les stratégestes évacuent trop rapidement la dimension psychologique du monde feutré des grands administrateurs qui vivent en

¹ Cette note est issue de :
L. Azzabi et L. Marco (2012)
« La valse des dirigeants rend-elle la firme plus performante ?
Étude exploratoire sur les sociétés cotées (2000-2009) », *Recherches en Sciences de Gestion*, I, n° 88, p. 131-149.

vase clos. Il faudrait repartir de la thèse de Jean-Pierre Neveu pour aller plus loin².

Dans notre travail empirique nous avons essayé d'introduire d'autres variables de contrôle dans le modèle d'estimation pour dessiner le « profil » des entreprises qui procèdent de manière plus systématique au limogeage de leurs dirigeants. Les résultats statistiques révèlent que parmi toutes les variables testées, seule l'ancienneté du dirigeant exerce vraiment un effet négatif sur la probabilité de rotation. Ainsi les dirigeants les plus anciens dans l'entreprise sont-ils les plus difficiles à licencier car ils ont construit un réseau défensif auprès des actionnaires majoritaires ou grâce aux minoritaires de blocage. Sauf s'ils sont alléchés par la perspective de s'enrichir rapidement par une rotation, tentés par des cabinets de chasseurs de tête mandatés par des firmes inquiètes.

Notre étude analyse la situation de la rotation entre le début du boom d'internet et la crise des *subprimes*, période économique assez dynamique qui s'est terminée par une panique financière. La valse-hésitation dépend donc de l'ambiance psychologique des investisseurs en bourse. Si la tendance lourde est à la hausse, la valse dure peu car les options sont nombreuses ; quand la crise survient, les options se réduisent, ce qui augmente le temps de valse-hésitation. Voyons maintenant comment la rotation imposée aux PDG a été transformée par eux en un moyen intelligent d'augmenter leurs revenus globaux. Pendant la valse-hésitation le danseur va inviter la plus jolie femme de la soirée et partir avec le bouquet de la mariée et les regrets de ses rivaux dépités. Mais chacun comprend vite où est son intérêt et tous les grands PDG entrent dans la ronde. La jolie femme passe de mains en mains et tout le monde s'amuse.

La ronde profitable depuis le début de la crise

Si la ronde est une danse accompagnée d'une chanson entraînante, ici les PDG dansent quand les profits sont de retour et que toute la finance est contente. Nous appelons ronde profitable les changements de PDG qui engendrent tout de suite un espoir de redressement notable des résultats financiers, dans une conjoncture difficile qui obscurcit la vision stratégique des actionnaires majoritaires. Mais profitable pour qui ? Pour les patrons qui s'engraissent ou pour la firme qui s'amincit ?

Ce côté sombre³ de la ronde a été étudiée par Olivier Weinstein⁴ : « La déconnexion entre la

poursuite de la hausse des rémunérations des hauts managers et la rentabilité des titres, observée dans les années 2000 jusqu'à aujourd'hui [février 2010] dans la crise, pousse à s'interroger sur la nature exacte du système mis en place, et sur la position véritable des managers ». C'est donc la capacité des grands PDG à contrôler le recrutement des administrateurs dans leurs conseils d'administration qui explique cette ronde infernale faisant hausser leurs revenus à l'infini. « Principe d'enrichissement illimité », a dit notre maître Adam Smith avant que la danse fût même inventée !

La thèse récente de Hazar Ben Barka⁵ a confirmé cette idée pour le cas particulier des administrateurs indépendants. La thèse conclut que dans les grandes sociétés françaises, un cumul de poste ne semble pas être un signe d'enracinement des dirigeants. Ceci peut s'expliquer par le fait qu'une présence d'un leadership au sein du conseil peut améliorer la prise de décisions et impacter la performance de la firme. En outre, Brickley et al. (1997)⁶ avancent qu'un cumul de fonctions limite les coûts d'agence associés. Le conseil d'administration aura à contrôler une seule personne au lieu de deux (le Président du conseil et le Directeur général) en cas de dissociation des deux fonctions, vu que l'asymétrie d'informations serait plus importante. Leur indépendance proclamée est un leurre quand ils deviennent complices des comités de rémunérations qui accordent les avantages suivants :

- prime de bienvenue : prime d'engagement pour motiver l'entrant, et à entamer des procédures juridiques pour faire respecter leurs avantages.
- stocks options : options d'achat d'actions pour fidéliser le nouveau PDG,
- parachute doré : somme fixée à l'embauche en dehors des perspectives de résultat,
- retraite chapeau : rente à vie pour le dirigeant licencié (en anglais : *golden hellos*).

Un exemple de ronde systématique est celui de la firme géante de télécommunication HUAWEI, qui a inventé le PDG à durée déterminée ! Tous les six mois le dirigeant principal change. Cela vise à profiter du dynamisme du nouvel entrant et à le remplacer pour lutter contre la concurrence féroce que mènent Apple et Samsung. Mais selon les experts financiers, ce système de rotation ultra-rapide de PDG a des limites : perte d'image certaine, coût prohibitif en primes diverses (entrée et sortie), manque de constance,

² J.-P. Neveu (1996) *La démission du cadre d'entreprise: étude sur l'intention de départ volontaire*, Paris, Economica.

³ L. Bach and D. Metzger (2013) *The Dark Side of Shareholder Activism: Evidence from CEO Turnovers*, Swedish House of Finance, Research Paper, n° 13-01, 8 avril, 43 p.

⁴ O. WEINSTEIN (2010) *Pouvoir, finance et connaissance : les transformations de l'entreprise capitaliste entre XXe et XXIe siècle*, Paris, La Découverte, p. 105.

⁵ H. Ben Barka (2013) *L'indépendance des administrateurs des sociétés cotées en France*, Saarbrücken, Presses Académiques Francophones. Voir aussi : W. Bouaine et alii (2014) "The Influence of CEO Departure Type and Board Characteristics on Firm Performance", *Working Papers Series*, IPAG Business School, 14 p.

⁶ J. Brickley, J. Coles, and G. Jarrell (1997) "Leadership Structure: Separating the CEO and the Chairman of the Board", *Journal of Corporate Finance*, 3, p. 189-220.

aporie de la vision à long terme. La ronde épuise ses danseurs quand la musique est trop rapide.

Mais la ronde qui s'était emballée pendant la crise de 2008 a ensuite ralenti selon l'étude du cabinet Booz & Company⁷. En 2011, la durée de vie moyenne d'un PDG était de 6,6 années contre 8 années en 2001. Moins de 12 % des 2.500 plus grandes entreprises au monde ont changé de patron en 2010, revenant au taux de 2003. Pourquoi ? Deux raisons principales :

- a) la baisse des fusions et rachats de firmes qui expliquent à elles seules la moitié de cette ronde,
- b) la montée des pays émergents dont la Chine qui connaît une plus grande stabilité de ses PDG.

En hésitant entre des candidats PDG aux mêmes profils, les comités de recrutement ne font qu'accélérer la ronde des revenus croissants. Une étude récente sur la Malaisie confirme cette montée⁸. Sur 14 grandes firmes Malaisiennes, les salaires des PDG correspondent en moyenne à 1,7% du profit net de l'entité, mais les dirigeants qui partent atteignent entre 3,1 et 3,8 % de ces bénéfices. Donc la ronde fait doubler le salaire des sortants. Pour limiter ce phénomène, nous suggérons quatre limitations :

- rendre publics les avantages contractuels des PDG à l'embauche⁹,
- limiter la part de leur rémunération par rapport à la masse salariale globale de la firme,
- indexer leur salaire sur le profit net réalisé,
- faire des contrats non dénonçables avant six ans révolus.

Conclusion

La valse-hésitation elle-même finit par être profitable aux grands PDG qui trustent les postes les plus convoités à la tête des fleurons de l'industrie financiarisée. Il faudra seulement attendre l'année 2018 pour avoir une série de dix exercices qui confirmeront ou pas cette analyse et permettront de comparer de nouveaux résultats avec ceux de la période précédente. Tous les dix ans la valse s'accélère et la ronde change de rythme : la performance rythme la musique et ouvre ou ferme le bal selon l'énergie des danseurs. Il convient donc de calculer avec plus de précision le rythme de la musique et le nombre de danseurs.

⁷ <http://www.booz.com/global/home/what-we-think/chief-executive-study>

⁸ A. Tay and P.A.L. Bipinchandra (2013) "Compensating Human Capital in Organizations: The General Concerns about Paying Top Executives Excessively", *Scottish Journal of Arts, Social Sciences and Scientific Studies*, vol. 14, II, august, p. 158-174.

⁹ Par exemple dans les fiches publiées par les journaux financiers (Les Echos, La Tribune, etc.).

Séminaires & Colloques

4 au 7 juin 2014 - Conférence annuelle d'EURAM (The European Academy of Management) – Valence

Track Business & Society

Organisé par Corinne Vercher (CEPN), Julienne Brabet (Université Paris-Est) et Rémi Jardat (ISTEC)

Thématiques : *Institutions and Change ; Finance, Economy and Society : Towards sustainable re-embedding ; Leadership for Organisational Change and Resistance ; Crowdfunding : a path to social sustainability ? ; Social and Environmental Disclosure : Determinants and effects ; Responsible Management in Global Value Chains ; Psychoanalysis, Work, Organizations and Society.*

5 juin 2014 – 12:45-14:00 – Campus de Villetaneuse - Salle K301

Séminaire d'Economie Politique du CEPN

FELIX BOGGIO (CEPN) : "*Temps logique et temps historique dans les théories du comportement en économie politique*"

6 juin 2014 – 14:00-17:00 – Campus de Villetaneuse

Séminaire CEPN-DEFI-MIAP & IDHE

ERIC TYMOIGNE (LEWIS AND CLARK COLLEGE, PORTLAND & RESEARCH LEVY ECONOMICS INSTITUTE OF BARD COLLEGE) : « *The Rise and Fall of Money Manager Capitalism: A Minskian View of the Great Recession* »

11 juin (09:30-16:30) et 12 juin 2014 (09:30-13:00) – ISC (111 Rue Nationale, Paris 13^e)

2eme séance du Séminaire IFRIS-CEPN-Labex Sites : "DROITS DE PROPRIÉTÉ, COMMUNS ET ENTREPRISES"

Une relecture des théories de l'entreprise à partie de la notion de faisceau de droits

Coordonné par Benjamin Coriat (CEPN) et Fabienne Orsi (IRD et CEPN)

13 Juin 2014 – 09:30-16:30 – MSH Paris –Nord – Salle C

Journée D'étude : "NOUVEAUX ENJEUX DE L'ASSURANCE SANTÉ COMPLÉMENTAIRE EN EUROPE"

Co-organisée par le CEPN-STRAS et le séminaire d'économie politique de la santé (SEPOSA)

Contacts : Nathalie Coutinet (nathalie.coutinet@univ-paris13.fr) ou Philippe Abecassis (philippe.abecassis@univ-paris13.fr)

Programme complet sur <http://ecoposante.free.fr>

20 juin 2014 – 14:00-17:00 – Campus de Villetaneuse

Séminaire CEPN-DEFI-MIAP & IDHE

MATIAS VERNENGO (BUCKNELL UNIVERSITY, ETATS-UNIS & BANQUE CENTRALE D'ARGENTINE) : « *Wage-led Growth and Center-Periphery Dynamics* »

27 juin 2014 – 14:00-17:00 – Campus de Villetaneuse

Séminaire CEPN-DEFI-MIAP & IDHE

GERALD EPSTEIN (PERI, UNIVERSITY OF MASSACHUSETTS, AMHERST, ETATS-UNIS) : « *Is it time to ditch the dollar?* »

2-4 Juillet 2014 – ENS Cachan

Congrès de l'Association Française d'Économie Politique : "ÉCONOMIE POLITIQUE ET DÉMOCRATIE"

Informations : <http://afep2014.sciencesconf.org>