



ENRACINEMENT DES DIRIGEANTS : CAS DE LA TUNISIE

Aida GUERMAZI Epouse Sellami

Doctorante

Faculté des Sciences Economiques et de Gestion de Sfax

BP 14 Boulevard Maghreb Arabe 3049 Sfax Tunisie

sellami_aida@yahoo.fr

g_aida2001@yahoo.fr

Tél: 00216 74 40 07 03

Fax: 00216 74 40 48 70

ENRACINEMENT DES DIRIGEANTS : CAS DE LA TUNISIE

RESUME

L'objectif de cet article est d'étudier les différentes stratégies d'enracinement que peut suivre un dirigeant et les effets de cet enracinement sur la performance de la firme tunisienne.

Cette étude est menée sur un échantillon de 191 observations annuelles concernant 42 PDG d'entreprises tunisiennes cotées à la Bourse des Valeurs Mobilières de Tunis au cours de la période 1997-2003.

La méthodologie adoptée consiste, en premier lieu, à calculer les résidus résultant d'une régression logistique binaire expliquant la décision de maintien ou de remplacement du dirigeant par la performance boursière annuelle et l'âge du dirigeant. Ensuite, une seconde régression linéaire multiple est menée pour expliquer les résidus de la première régression par les variables mesurant les facteurs d'enracinement. Les coefficients de régression ainsi obtenus sont utilisés comme estimateurs de la pondération des facteurs d'enracinement. De tels facteurs sont utilisés pour calculer un niveau d'enracinement théorique pour chaque année et pour chaque PDG.

Les résultats obtenus révèlent que la performance et l'ancienneté du dirigeant au sein de l'entreprise tunisienne participent à la possibilité de maintien du PDG.

Par contre, ni la durée de ses fonctions en tant que PDG, ni les réseaux relationnels établis n'influent sur le niveau d'enracinement.

Les résultats montrent également que la performance est une fonction croissante du niveau d'enracinement des dirigeants, ce qui contredit les résultats empiriques de Pigé (1998) et El Aouadi (2001).

Mots clefs

Enracinement, performance, dirigeants, entreprises tunisiennes.

1. INTRODUCTION

Les théories des droits de propriété, de l'agence et des coûts de transaction ont mis en lumière les conflits d'intérêt pouvant exister entre les différents partenaires de l'entreprise. En particulier, elles ont étudié la relation actionnaire dirigeant qui est décrite comme conflictuelle vu que chacune des deux parties poursuit des objectifs personnels divergents. Ces théories supposent que le dirigeant a un comportement passif.

Par contre, et malgré qu'elle découle de ces théories, la théorie de l'enracinement suppose qu'un dirigeant ait un comportement actif. En fait, cette théorie essaie de montrer comment des acteurs ou des modes organisationnels qui ne sont pas efficaces continuent d'exister sur des marchés supposés concurrentiels (Hill et Jones, 1992). Elle explique également comment des mécanismes supposés renforcer l'efficacité des organisations peuvent être utilisés par les acteurs pour s'enraciner dans leurs fonctions (Alexandre et Paquerot, 2000).

Dans ce sens, l'enracinement traduit la volonté de l'agent de s'affranchir, au moins partiellement, du contrôle du principal (les actionnaires), afin de pouvoir s'octroyer des avantages personnels plus importants (soit sous forme de rémunération en espèces, soit sous forme d'avantages en nature) (Pigé, 1998).

L'objectif de cet article est d'examiner les différentes stratégies d'enracinement du dirigeant ainsi que leurs conséquences sur la performance des entreprises tunisiennes.

A travers notre travail, nous étudions dans une première partie, les principales stratégies d'enracinement des dirigeants et leur impact sur la performance de la firme.

Dans une seconde partie, nous présentons les hypothèses de la recherche et la méthodologie suivie. Enfin, nous analysons les résultats obtenus.

Pour ce faire, nous nous basons sur le modèle élaboré par Pigé, (1998) qui teste le cas français et celui d'El Aouadi (2001) qui a étudié le cas marocains

2. LES PRINCIPALES STRATEGIES D'ENRACINEMENT DES DIRIGEANTS ET LEUR IMPACT SUR LA PERFORMANCE DE LA FIRME

2.1. LES PRINCIPALES STRATEGIES D'ENRACINEMENT

La stratégie de neutralisation des mécanismes disciplinaires est multiforme. La littérature en distingue trois styles majeurs :

- Les investissements spécifiques aux dirigeants ;
- La manipulation de l'information par les dirigeants ;
- Les réseaux relationnels.

2.1.1. Les investissements spécifiques aux dirigeants

Le dirigeant réalise des investissements spécifiques¹ ou opportunistes pour modifier son environnement et pour transformer ses relations de pouvoir avec les actionnaires ou les partenaires de l'entreprise. Un dirigeant peut, alors, procéder à la réalisation d'investissement peu reproductible, qui lui est spécifique, et dont il essaiera de maximiser la valeur².

Un dirigeant maintenant "assuré" s'enracine de plus en plus, agrandi son espace discrétionnaire, accroît sa latitude décisionnelle et augmente son pouvoir. Boot (1992)³ montre que les entreprises ayant des actifs très spécifiques font l'objet de moins de prises de contrôle que celles ayant des actifs moyennement spécifiques.

2.1.2. La manipulation de l'informations par les dirigeants

La manipulation de l'information peut représenter également une stratégie privilégiée d'enracinement pour les dirigeants. En effet, Stiglitz et Eldin (1992) ont remarqué dans leur modèle, que les dirigeants cherchent à maximiser leur revenu et profitent de leur avantage informationnel pour s'approprier des rentes, c'est à dire une rémunération supérieure au coût d'opportunité qu'ils supportent. Une des façons d'accroître cette rémunération est de réduire la menace constituée par les dirigeants qui sont leurs concurrents potentiels sur le marché managériale. Ils s'y prennent soit en entreprenant des investissements dont la rentabilité

¹ Un investissement est dit spécifique au dirigeant quand il subit une perte de valeur en cas licenciement du dirigeant.

² Shleifer et Vishny, (1989), «Management Entrenchment: The case of manager-Specific Investments. », *Journal of Financial Economics*, Vol n°25, p123-139.

³ Boot A.W.A, (1992), "Why hang on to losers? Divestitures and takeovers", *Journal of Finance*, vol 47.

dépend de l'information spécifique contrôlée par les dirigeants ou de leurs compétences particulières, soit encore en investissant dans des activités caractérisées par une asymétrie d'information plus importante. L'asymétrie accroît l'incertitude perçue par les équipes dirigeantes concurrentes qui sont ainsi moins incitées à remplacer les dirigeants actuels.

Par ailleurs, les dirigeants peuvent chercher à rendre l'information d'appréhension très complexe (Paquerot, 1997) en usant de différents moyens :

- En modifiant les structures en place (Charreaux, 1997a),
- En favorisant la croissance de l'entreprise (Paquerot, 1997 ; Rose & Shepard, 1997),
- Ou en développant des contrats implicites avec l'ensemble des partenaires de l'organisation (Charreaux.G.1997b)⁴.

De son côté, Hirshleifer (1993) distingue trois catégories de manipulations de l'information :

- La première vise à améliorer les indicateurs de performance à court terme, de façon à créer un biais de visibilité.
- La deuxième a pour but d'avancer l'arrivée des nouvelles favorables et de retarder celles défavorables.
- En fin, la troisième est liée aux comportements d'imitation ou de différenciation, qui consistent soit à copier les décisions des dirigeants les plus réputés, soit à éviter d'être assimilé aux dirigeants les moins compétents.

A côté des deux stratégies présentées ci-dessus, un dirigeant procède à constituer des relations pour renforcer sa position dans l'entreprise.

2.1.3. Les réseaux relationnels

Un autre moyen d'enracinement de plus en plus étudié est celui des réseaux relationnels (formels et informels) développés par le dirigeant. Ils se basent sur des contrats implicites ou explicites passés par ce dernier avec les différents acteurs intervenant dans la vie de la firme.

⁴ Vu l'importance de ce sous mode d'enracinement lié à l'information, et vu qu'il ne comporte pas que des éléments informationnels, nous le considérons comme stratégie d'enracinement à part.

Si les contrats explicites peuvent permettre le développement de l'enracinement du dirigeant comme le fait remarquer Charreaux (1997b), il n'en demeure pas moins vrai que leur cadre formel en garantit l'exécution, et ce, malgré un éventuel remplacement du dirigeant même. L'idéal pour le dirigeant serait donc d'établir des relations informelles basées sur leur capital-réputation (Charreaux, 1997b) ou sur une relation de confiance (Breton et Wintrobe.1982).

Dans tous les cas de figures, le dirigeant veillera à ce que le maintien de ces relations repose sur sa présence à la tête de la firme.

Le dirigeant va donc essayer de tisser un réseau relationnel avec ses collaborateurs et avec les salariés⁵, en accordant beaucoup d'avantages en nature ou des sursalaires ou encore en promettant des promotions abondantes.

2.2. LES CYCLES DE VIE DES DIRIGEANTS

La stratégie de l'enracinement, compte tenu de la variable temps qui est fondamentale et aucun dirigeant ne peut s'en passer parce qu'il risque d'être dépassé par les événements, peut être décomposée en trois phases à savoir ; la phase de valorisation du dirigeant, au cours de laquelle celui-ci entame une stratégie d'enracinement 'neutre'. La deuxième phase est celle de la réduction du contrôle exercé par les partenaires, donc le dirigeant va procéder à une stratégie d'enracinement 'offensif'. Enfin, la troisième phase concerne l'augmentation de la consommation pendant laquelle le dirigeant aura intérêt à suivre en même temps une stratégie d'enracinement 'défensif'.

2.2.1. La phase de valorisation du dirigeant ou l'enracinement neutre

Il s'agit de la phase la plus délicate où le dirigeant nouvellement nommé doit faire ses preuves auprès des actionnaires et des différents partenaires sachant qu'il peut être remplaçable par les équipes concurrentes présentes sur le marché de l'emploi⁶.

Ce nouveau dirigeant dispose de peu de connaissances spécifiques à la firme et d'un pouvoir faible car on peut supposer qu'il a eu peu d'occasions de créer des contrats implicites ou d'augmenter l'asymétrie d'information avec les partenaires.

⁵ Notamment ceux à capital humain fortement spécifique à l'entreprise

⁶ Cette hypothèse forte sera remise en cause plus tard dans la discussion, notamment lorsque les nouveaux dirigeants ont été choisis par l'équipe précédente qui leur a transmis des informations «privilegiées» sur le fonctionnement de la firme.

Le dirigeant, bénéficiant des droits octroyés grâce à son nouveau poste, adopte un comportement 'normal' visant à respecter les intérêts de la firme. Il cherche à se faire écouter, se faire respecter, à asseoir son pouvoir... On pourra ainsi parler d'un enracinement à caractère légitime et surtout neutre (Gharbi Héla 2002).

Donc, dans cette phase, le dirigeant va essayer d'augmenter la complémentarité des actifs de la firme avec son savoir-faire et ses connaissances particulières (création de réseaux, établissement de contrats informels...).

2.2.2. La réduction des moyens de contrôle ou l'enracinement offensif

Au cours de la deuxième phase de la stratégie, le dirigeant doit réduire l'efficacité des contrôles exercés. Grâce au pouvoir obtenu en raison de ses performances supérieures, il peut entreprendre des investissements contraires à la maximisation de la valeur de la firme. Il peut également accroître l'asymétrie d'information avec les *stakeholders* en augmentant la complémentarité des actifs de la firme avec ses savoir-faire. Ce qui rend l'information plus complexe à appréhender pour les partenaires ou les équipes concurrentes extérieures (utilisation importante des contrats implicites, croissance de la firme ou modification des structures...).

Il peut aussi cumuler entre les fonctions de PDG et d'administrateur (Paquerot, 1997) et se légitimer auprès des administrateurs. Cette légitimité peut aboutir en nommant, par exemple, des administrateurs internes et en ralliant des administrateurs externes qui sont supposés pouvoir mieux le contrôler.

On pourra ainsi parler d'enracinement offensif. A travers celui-ci, le dirigeant revêt le rôle d'un « séducteur » puisqu'il cherche à 'enjoliver' toutes les actions qu'il entreprend dans la firme afin de se légitimer auprès de ses partenaires.

Après cette étape, il dispose d'une plus grande liberté et peut accroître sa consommation sans que les partenaires de la firme ne puissent s'y opposer.

2.2.3. L'augmentation de la consommation et l'enracinement défensif

Lors de cette dernière phase, le dirigeant peut augmenter ses rémunérations ou ses avantages en nature. Après avoir modifié suffisamment l'environnement pour que le contrôle de sa gestion soit plus difficile, et que les personnes chargées de l'application des sanctions ne soient plus incitées à remplir leurs fonctions en raison du coût prohibitif d'un tel

comportement. Cette phase peut intervenir en même temps que la précédente, mais elle n'est pas envisageable avant la première phase du processus, celle au cours de laquelle un dirigeant crée des rentes qui lui permettent de se valoriser.

En effet, pour Castanias et Helfat (1992), le dirigeant peut gérer la firme comme il l'entend dès lors qu'il fournit aux actionnaires une rentabilité suffisante. Cependant, des sanctions peuvent être mises en place pour limiter le comportement discrétionnaire. Mais encore faudrait-il réduire le coût de remplacement engendré par cette action. Le dirigeant essaie de s'approprier des rentes tout en agissant sur l'information retenue. Il profite en quelque sorte de son avantage informationnel qui lui permet de réduire la concurrence sur le marché managérial.

Par conséquent, plus le dirigeant accroît la masse de capitaux dont il dispose plus sa latitude manageriale est croissante et plus il est à même de s'enraciner et de se procurer des rentes. Cet enracinement peut être qualifié d'enracinement défensif ou enracinement à des fins de « survie ».

2.3. LES EFFETS DE L'ENRACINEMENT DES DIRIGEANTS

L'enracinement, sous ses multiples facettes, est générateur d'effets divers. En effet, les auteurs qui ont contribué au développement de cette stratégie, prédisent des effets contradictoires sur la performance de la firme. Certains le considèrent comme étant source d'inefficacité. Ainsi, Shleifer et Vishny (1989), Mork et al (1990), Paquerot (1997) ont constaté que l'enracinement a des effets négatifs sur la richesse des actionnaires. D'autres auteurs ne voient pas nécessairement en l'enracinement une altération de la performance de l'entreprise. Ainsi, Castanias et Helfat (1992) mettent l'accent sur les rentes managériales qui ne sont créées que grâce aux capacités des dirigeants. Aussi, Hirshleifer (1993), Garvey et Swann (1994), ainsi que Charreaux et Débrières (1997), constatent que l'enracinement n'est pas synonyme d'inefficacité.

2.3.1. L'alignement des intérêts dirigeant/actionnaires

La vision opportuniste du dirigeant, cherchant à s'approprier des rentes aux dépens des autres stakeholders, qui est au centre des théories contractuelles des organisations, est écartée

par Castanias et Helfat. Ces derniers privilégient le rôle de créateur de rentes du dirigeant et qui inversent l'analyse traditionnelle du dirigeant, agent des actionnaires. Dans leur théorie, les prises de contrôle n'ont pas pour rôle de discipliner les dirigeants non performants. Ces prises de contrôle permettent au contraire aux dirigeants (et aux actionnaires) d'autres firmes, d'exproprier les dirigeants performants.

Castanias et Helfat précisent que la présence des dirigeants au conseil d'administration est un moyen de préserver ce capital humain spécifique. De même, les mesures anti-prises de contrôle hostiles (les parachutes dorés⁷ ou les investissements spécifiques) ne sont plus perçues comme des vecteurs d'enracinement. Mais, ce sont des moyens de préserver le capital managérial spécifique. Ils permettent d'aligner les intérêts des dirigeants sur ceux des actionnaires, afin que les investissements, rentables puissent être entrepris.

Garvey et Swann (1994), dans une perspective différente, justifient l'enracinement propre au comportement des dirigeants comme un moyen d'internaliser les externalités qui caractérisent un monde où les contrats sont incomplets. Dans un tel cadre, il n'y a aucune raison pour que le comportement d'enracinement et l'existence d'une latitude managériale soient inefficaces.

Selon Pigé (1998), le dirigeant accroît son capital social, en cherchant à se constituer des réseaux relationnels. L'entreprise en bénéficie à travers, soit de meilleures performances commerciales (le dirigeant obtient plus facilement des commandes grâce à son réseau relationnel), soit un meilleur climat social et une plus grande productivité du personnel (le dirigeant jouit d'une forte légitimité interne et à une connaissance approfondie de son entreprise et de son système organisationnel), soit encore une meilleure coordination tant interne qu'externe.

2.3.2. Les conflits d'intérêts dirigeant/actionnaires

Le dirigeant entreprendre une stratégie qui vise à préserver la valeur de son patrimoine personnel, à se maintenir à la tête de firme et éventuellement, à lui permettre de tirer des profits non pécuniaires de l'exercice de sa fonction de direction. A l'évidence, tous ces éléments convergent vers l'adoption par le dirigeant, d'une stratégie 'd'enracinement', dont

⁷ Le terme 'Golden parachutes' est utilisé en référence à une entente ou une clause contractuelle, généralement consentie au bénéfice d'un haut dirigeant ou d'un cadre supérieur d'une compagnie, visant à indemniser l'employeur par le paiement d'une somme forfaitaire (équivalente à son salaire annuel multiplié par un nombre fixe), en cas de changement de contrôle de la compagnie.

l'objectif est le maintien à la direction afin d'en tirer le maximum de rentes de la position hiérarchique occupée.

Cette stratégie d'enracinement entraîne des coûts d'agence, notamment des coûts de surveillance et des coûts d'opportunité. Les coûts de surveillance sont associés aux systèmes mis en place par les actionnaires pour inciter les dirigeants à gérer conformément à leurs intérêts (coût de fonctionnement des organes de contrôle, reporting, audit, etc.). Quant aux coûts d'opportunité, ils sont liés à l'écart qui existe entre la stratégie adoptée par les dirigeants et celle qui maximiserait la richesse des actionnaires.

Shleifer et Vishny (1989), Morck, et *al*, (1990) et Paquerot (1997) ont considéré l'enracinement comme une source d'inefficacité. Ils ont constaté qu'il a des effets négatifs sur la richesse des actionnaires. Ceci s'explique par la spoliation de ces derniers par les dirigeants, qui vont réaliser des investissements en deçà des optima (ou sur ou sous-investissement)⁸. Les dirigeants privilégient leurs intérêts personnels et font passer la maximisation de la valeur de l'entreprise au second plan. Ce qui est préjudiciable à l'entreprise.

4. HYPOTHESES ET MODELE

Le niveau d'enracinement d'un PDG ne peut être apprécié par la position qu'il occupe, ni par les responsabilités ou les pouvoirs statutaires qu'il détient. Car, si les statuts de l'entreprise sont accessibles à tout intéressé, il n'en est pas de même des décisions du conseil d'administration susceptibles de refléter l'étendue des pouvoirs du dirigeant (Pigé, 1998). De ce fait, l'enracinement du dirigeant ne se traduit peut être pas tant dans un statut formel et dans une reconnaissance officielle, que dans un comportement que seul le dirigeant maîtrise.

Pour mesurer le niveau d'enracinement du dirigeant, nous allons nous baser sur la méthode de Pigé (1998) qui est exploratoire et dans laquelle il a essayé d'estimer l'enracinement d'un PDG théoriquement.

De ce fait, nous retenons cinq variables (l'âge du dirigeant, la performance boursière, la durée des fonctions du dirigeant en tant que PDG, l'ancienneté du dirigeant dans l'entreprise avant d'être nommé PDG et les réseaux relationnels internes et externes) qui déterminent l'enracinement et qui vont faire l'objet de nos hypothèses.

⁸ Cas des investissements spécifiques ou de visibilité faible qui sont souvent en dessous des optima.

Un dirigeant qui a réalisé une bonne performance antérieure est favorablement évalué par ses actionnaires. Ces derniers exercent en retour, un contrôle moins strict. Le dirigeant peut plus facilement rétribuer les autres acteurs de l'entreprise et par la même occasion renforcer ses réseaux relationnels. Par contre, si les performances passées du PDG ne sont pas bonnes, il sera fortement contrôlé et donc son enracinement en sera affaibli. D'où l'hypothèse :

Hypothèse 1 : Le niveau d'enracinement d'un dirigeant dépend positivement de la performance passée.

Le nombre de mandats cumulés par le PDG est important pour la poursuite de sa stratégie d'enracinement (Paquerot.1997). En effet, les postes de PDG antérieurement occupés enrichissent leur capital humain, grâce à l'expérience accumulée et aux réseaux mis en place. Ainsi, plus le dirigeant passe de temps à la tête de l'entreprise, plus il arrive à établir des contrats implicites avec l'ensemble des partenaires. Ce qui élargit son espace discrétionnaire et accroît son avantage informationnel. D'où l'hypothèse :

Hypothèse 2 : Le niveau d'enracinement d'un dirigeant dépend positivement de la durée des fonctions de PDG.

Le fait pour un dirigeant d'avoir travaillé dans l'entreprise avant d'y être nommé PDG lui permet d'avoir un pouvoir sur ses administrateurs et sur l'ensemble de l'organisation⁹. En fait, 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 peut nouer des contrats implicites avec les partenaires et intensifier son enracinement (Charreaux et Débrières, 1998). D'où:

Hypothèse 3 : Le niveau d'enracinement d'un dirigeant dépend positivement de l'ancienneté du dirigeant au sein de l'entreprise avant d'être nommé PDG.

⁹ Pour Camanatti-Marchand (1999), plus le dirigeant est expérimenté, plus il a le pouvoir sur ses administrateurs et leur comportement au sein du conseil d'administration au sens de l'avantage informationnel.

Pigé (1998) a développé son modèle français qui étudie la liaison entre les réseaux relationnels externes et les formations communes. Il fait ainsi référence au grands corps que sont l'ENA, Mines et Ponts qui constituent un vivier pour les futurs dirigeants français tant politiques qu'économiques.

En effet, le fait d'être diplômé d'une école prestigieuse fait bénéficier le futur dirigeant d'un réseau organisé des anciens diplômés. Ceux-ci occupent souvent des postes clés dans de grandes entreprises ou au niveau de l'économie nationale même.

Pour le cas de la Tunisie, un phénomène comparable est tout à fait observable, et pour cause, ces mêmes formations tunisiennes prestigieuses sont constituées en corps de métier dans le pays. D'où :

Hypothèse 4 : Le niveau d'enracinement d'un dirigeant dépend positivement de son appartenance à un réseau relationnel externe susceptible de former un contrepoids au pouvoir des actionnaires.

Dans le modèle développé par Pigé (1998), l'absence pour un PDG de capital humain éducationnel, qu'il qualifie sous le terme "dirigeant autodidacte", est un indice de l'absence d'un réseau relationnel externe. En effet, un dirigeant n'ayant pas suivi de formation supérieure (post-baccalauréat notamment), a plus de difficultés à faire valoir ses compétences sur le marché managérial. Donc, il est nécessaire pour ce type de dirigeants de développer un réseau relationnel évoluant autour et au sein de l'entreprise (Pigé, 1999). D'où :

Hypothèse 5 : Un dirigeant n'appartenant à aucun réseau relationnel externe cherchera à développer au maximum son réseau informel interne et à travers lui son enracinement.

Selon Pigé (1998), « au fur et à mesure de son enracinement, le dirigeant s'affranchissant des mécanismes de contrôle interne, son incitation à accroître la performance de son entreprise va chuter au bénéfice d'autres objectifs tels que ceux d'accroître démesurément ses satisfactions personnelles. ». Cette tentation sera d'autant plus forte lorsque le dirigeant est proche de la fin de son mandat et que, par conséquent son horizon de décision ne coïncide plus avec celui des actionnaires. A partir d'un certain seuil, on peut ainsi s'attendre à observer une réduction de son niveau d'enracinement. D'où :

Hypothèse 6 : Il existe un seuil d'enracinement à partir duquel, les dirigeants d'entreprise ne cherchent plus à être performants.

L'enracinement initial Y_0 , qui correspond à la nomination du PDG, dépend de l'appartenance du dirigeant à des réseaux relationnels externes et internes et à son ancienneté dans l'entreprise avant d'y être nommé PDG. Donc l'équation de l'enracinement s'écrit comme suit :

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

$$Y_0 = a_1 X_1 + a_2 X_2 + a_3 \ln (X_3 + 1)$$

Avec :

X_1 : Variable muette mesurant la formation du dirigeant¹⁰ et à travers elle, l'appartenance ou non à un réseau relationnel externe. Elle prend la valeur 1 si le dirigeant constitue des réseaux relationnels externes, et 0 autrement.

X_2 : Variable muette qui représente le facteur "dirigeant autodidacte".

Par autodidacte, nous voulons dire que le dirigeant n'ait pas de diplôme postérieur au baccalauréat. Elle prend la valeur 1 quand le dirigeant est autodidacte et 0 autrement.

X_3 : Variable mesurant, en nombre d'années l'ancienneté du PDG dans l'entreprise avant d'être promu PDG et, à travers elle, l'expérience du dirigeant. En effet, une mesure adaptée de cette ancienneté est le logarithme puisque l'ancienneté a une grande importance durant les premières années. Son importance croît avec un rendement décroissant par la suite (Pigé, 1998).

A l'issue de l'année t , du mandat du dirigeant, l'enracinement de ce dernier dépend du niveau d'enracinement en début d'année, de l'ancienneté du dirigeant dans ses fonctions de PDG (hypothèse 2) ainsi que de la performance réalisée au cours de l'année (hypothèse 1).

$$Y_t = Y_0 + a_4 \sum_{t=1} t + a_5 \sum_{t=1} \ln (X_{4,t})$$

¹⁰ Le dirigeant est universitaire

$$Y_t = Y_0 + a_4 \frac{(n+1)n}{2} + a_5 \sum_n^n Ln (X_{4,t})$$

$\frac{(n+1)n}{2}$: est une variable ou un indice mesurant le nombre d'années civiles depuis que le PDG est en poste. Selon les PDG, cette variable varie de 1 à n, n étant la durée observée *a posteriori* du mandat du PDG.

X_4 : est la variable mesurant la performance boursière de l'entreprise relative au marché pour l'année t.

Donc, la rentabilité boursière relative annuelle 'Rrel_{i,t}' s'écrit comme suit :

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

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

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

Avec P_i et $P_{i,t-1}$, les cours des actions au 31 décembre des années t et t-1 et $D_{i,t}$ le dividende versé au cours de l'année t.

Et avec $R_{M,t}$ la rentabilité boursière moyenne des N_t entreprises pour l'année t, calculée comme suit :

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

Donc, X_4 prend la valeur 1 si t=1 et $X_4 = Rrel_{i,t} + 1$ sinon .

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

$$Y_t = Y_0 + a_4 \sum_{t=1}^n t + a_5 \sum_{t=1}^n Ln (X_{4,t})$$

$$Y_t = Y_0 + a_4 \sum_{t=1}^n \frac{(n+1)n}{2} + a_5 \sum_{t=1}^n Ln (X_{4,t})$$

En supposant que le niveau d'enracinement est indirectement reflété dans la décision de maintien ou de remplacement par le conseil d'administration du dirigeant en question, et en considérant la variable binaire « Maintien » correspondant à la décision de maintien (valeur 1) ou de remplacement (valeur 0) du dirigeant au cours de l'année, la décision de maintien s'écrit alors comme suit :

$$Z_t = F_3 (X_{4,t}, X_{6,t}, Y_{t-1}) + \varepsilon_{1,t}$$

$$Z_t = Y_{t-1} + a_6 F(X_{5,t}) + a_7 \ln (X_{4,t}) + \varepsilon_{1,t}$$

Pour déterminer l'importance relative des différents facteurs d'enracinement, nous procédons à une régression linéaire. Les résidus de notre première régression logistique constitueront la variable dépendante. Nous obtenons ainsi une estimation des coefficients d'enracinement. Ces coefficients, servent ensuite à déterminer le niveau d'enracinement théorique du dirigeant en fin d'année permettant ainsi de vérifier l'existence ou non d'une relation entre le niveau d'enracinement et la performance, et d'un optimum d'enracinement. Ainsi ;

$$X_{4,t} - 1 = Rrel_t = G(Y_{t-1}) + \varepsilon_{2,t} \quad \text{pour } t > 0$$

$G(Y_{t-1})$ pouvant être définie de deux manières :

$G(Y_{t-1}) = b_0 + b_1 Y_{t-1}$; $b_1 > 0$: Il existe une fonction linéaire croissante entre la performance réalisée par une entreprise au cours d'une année et le niveau d'enracinement du PDG en début d'année.

$G(Y_{t-1}) = b_0 + b_1 |Y_{t-1} - b_2|$; $b_1 < 0$: Il existe une fonction linéaire croissante entre la performance réalisée par une entreprise au cours d'une année et le niveau d'enracinement du PDG en début d'année tant que ce niveau d'enracinement n'a pas atteint un seuil critique. Il existe aussi une fonction linéaire décroissante dès que le niveau d'enracinement a dépassé le seuil critique. Le seuil critique d'enracinement est exprimé ici par b_2 .

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

5. ETUDE EMPIRIQUE

5.1. CONSTITUTION DE L'ECHANTILLON

L'échantillon est constitué de 32 entreprises tunisiennes cotées sur la Bourse des Valeurs Mobilières de Tunis (la BVMT) sur une période de 7 ans (1997-2003), soit 224 observations. 42 noms de PDG apparaissent

Le choix de la date 1997 s'explique par le fait que cette année a marqué la continuité du processus de l'assainissement et de la réglementation du marché financier tunisien. Ce processus avait commencé en 1994 à travers des textes réglementaires et juridiques rigoureux et innovants inspirés par la réglementation de la bourse de Paris. Par ailleurs, en 1997 on a adopté le nouveau système comptable tunisien des entreprises qui paraît plus dynamique et plus adapté aux nouvelles ambitions de l'économie tunisienne.

Les données boursières qui concernent les cours et les dividendes versés, nécessaires pour calculer la rentabilité boursière, ont été collectés à partir du bulletin de la côte publié par la Bourse des Valeurs Mobilières de Tunis.

Les données qui concernent l'âge, la formation, l'appartenance ou non à un réseau relationnel et la durée passée au sein de l'entreprise avant et après d'être nommé PDG ont été collectés à partir de la revue l'Economiste Maghrébin et du site Internet 'www.tustex.com'.

Le nom du Président directeur général¹¹, les années de changement ainsi que les renseignements portant sur la carrière et les caractéristiques de chaque dirigeant ont été recueillis à partir des deux sources précédentes pour chacune des années où l'entreprise était cotée sur la période 1997-2003.

Nous ne disposons pas de l'intégralité des renseignements pour chacun des PDG.

La dernière année du PDG sortant correspondant à l'année 1 du nouveau PDG, l'échantillon étudié ne comprend pas les années 1 des nouveaux PDG.

¹¹ Ou de leur président de directoire en cas de société anonyme à conseil de surveillance et directoire.

Nous avons retenus sept variables dans cette étude dont des variables nominales (maintien, réseaux de relations externes, autodidacte, âge du dirigeant) et des variables métriques (performance, ancienneté du dirigeant avant d'être promu PDG, nombre d'année en poste de PDG).

Nous allons estimer la fonction de maintien à l'aide d'une régression logistique grâce à l'introduction des variables performance boursière (X_4) et l'âge du dirigeant (X_5). Nous pouvons ensuite effectuer une seconde régression (linéaire) pour expliquer les résidus résultant de la régression logistique correspondant pour une partie à l'enracinement du dirigeant et pour une autre partie à d'autres facteurs non pris en considération.

5.2. RESULTATS EMPIRIQUES ET INTERPRETATIONS

Nous sommes partis d'un échantillon de 224 observations. Nous avons écarté 33 par manque d'informations. Par conséquent, notre échantillon s'est réduit à 191 observations.

Tableau 1 : Présentation des résultats de la régression logistique

VARIABLE	Coefficient	WALD
Performance	-1,0228	8,7335
Age du PDG	7,5144	0,0585
Constante	3,0743	48,3111

**significatif au seuil de 5%

Les résultats ci-dessus font apparaître que la décision de maintien ou de remplacement du dirigeant s'explique d'une façon significative par la variable performance. Il s'agit en fait du logarithme de la performance boursière où le coefficient de la régression est négatif (-1,0228) et est significatif au seuil de 5%.

Notre résultat ne s'aligne pas avec celui de Pigé (1998) et El Aouadi (2001). Ces derniers ont trouvé un signe positif et significatif de la variable performance.

Donc, en Tunisie, et puisque le marché financier n'est pas encore bien développé, la performance boursière n'explique pas la décision de maintien ou de remplacement du PDG.

D'un autre côté, la variable âge est positive (7,5144) et est non significative.

Ce résultat ne s'aligne pas avec celui de Pigé (1998) qui a trouvé un signe positif et significatif, ni avec celui de El Aouadi (2001) qui a trouvé un signe négatif et significatif.

Donc, lorsque le dirigeant atteint l'âge de la retraite, il voit le risque de son remplacement devenir de plus en plus important au fur et à mesure qu'il avance dans l'âge.

En conclusion, les résultats de la régression logistique ne sont pas convaincants. Ceci est dû au pouvoir de discrimination du modèle qui reste faible. Aussi, le nombre de variables est faible. Pour cela, nous avons introduit d'autres variables et nous avons par la suite procédé à une régression linéaire. Cette dernière a comme variable indépendante les résidus de la première régression.

Tableau 2 : Influence des variables explicatives sur le niveau d'enracinement du dirigeant

Variables explicatives	Hypothèse	Estimateur	Coefficients de régression	t de Student
Constante			0,03537	1,371
Performance	H ₁	â ₅	0,03732	13,434
Relations externes	H ₄	â ₁	-0,01661	-1,183
Ancienneté	H ₃	â ₃	0,01971	2,274
Mandat	H ₂	â ₆	-0,0001576	-2,804

D'après les résultats ci-dessus, nous remarquons que la performance a le poids le plus important dans l'équation de régression. Autrement dit, cette variable a un effet important et significatif sur la décision de maintien (Le seuil de signification est inférieur à 1%). En fait, le coefficient de régression de la variable 'performance' est de $3,732 \cdot 10^{-2}$. Il indique qu'à chaque augmentation de cette variable de 1%, le niveau d'enracinement du dirigeant augmente de 3,732 %. Par conséquent, l'hypothèse 1 est confirmée.

Ce résultat est conforme aux travaux de Pigé (1998) et El Aouadi (2001). Donc, la décision de maintien est significativement influencée par les performances passées du dirigeant. Ceci rejoint l'hypothèse faite, selon laquelle un dirigeant récemment nommé dirigera ses efforts vers la réalisation de bonnes performances boursières afin de se valoriser vis-à-vis des actionnaires et du conseil d'administration. Ainsi, les dirigeants les plus enracinés sont ceux qui ont pu réaliser d'excellentes performances dans le passé.

Le coefficient de la variable 'Mandat' est négatif. En fait, il est égal à $-1,576 \cdot 10^{-4}$ et il est significatif à un seuil de 5%. Par conséquent, l'hypothèse 2 est infirmée.

Ce résultat est cohérent avec celui de Pigé (1998) et El Aouadi (2001) qui ont trouvé respectivement les coefficients $-0,00087$ et -0.717 .

Ceci peut s'expliquer par la conséquence importante de l'usure du pouvoir des dirigeants qui semble prendre le pas sur le processus de maintenance, de développement et de consolidation des contrats implicites. Donc, on ne peut pas retenir cet élément comme facteur d'enracinement. A l'inverse, le conseil d'administration paraît en tenir compte dans l'appréciation de la décision de maintenir ou de remplacer le PDG.

D'après les résultats de la régression, l'effet de l'ancienneté du dirigeant au sein de l'entreprise avant d'être nommé PDG sur la décision de maintien est positif. En effet, le coefficient de régression de la variable 'Ancienneté' est positif et égal à $1,97110^{-2}$. Donc, à chaque augmentation de cette variable de 1%, le niveau d'enracinement augmente de 1,971%.

Ce coefficient est statistiquement différent de zéro avec un seuil de signification de 10%. Par conséquent, l'hypothèse 3 est confirmée.

Ce résultat ne s'aligne pas avec celui de El Aouadi (2001). Ce dernier a signalé que le style de management des entreprises marocaines est quelque peu traditionnel, où le dirigeant tend à être "la seule et l'unique tête pensante". Donc, ce qui ne rend plus légitime un dirigeant nommé en interne, de même que ses capacités n'en sont pas pour autant reconnues.

Notre résultat corrobore avec celui de Pigé (1998). C'est peut être parce que le système de management des entreprises tunisiennes est inspiré de celles françaises.

Donc, un dirigeant qui a grande expérience dans l'entreprise, connaît le fonctionnement de son organisation. Il sera donc le mieux placé pour gérer l'ensemble des contrats constitutifs de l'entreprise.

Le coefficient de la variable 'Réseaux externes' est égal à $-1,661 \cdot 10^{-2}$. Il n'est pas significativement différent de zéro au seuil de 10%. Il est de signe négatif, alors que nous attendions un signe inverse. Donc l'hypothèse 4 est infirmée.

Notre résultat ne s'aligne pas avec celui de El Aouadi (2001). Ce dernier a trouvé une relation positive entre la décision de maintien et les réseaux externes. Il a expliqué qu'au Maroc et par le fait qu'un dirigeant ayant exercé un poste gouvernemental ou administratif clé, peut lui créer des connexions avec des organisations aussi puissantes que diversifiées. Ces dernières permettent aux dirigeants de développer des relations étroites avec beaucoup d'acteurs pouvant influencer les décisions des organes de contrôle.

Alors que le résultat de Pigé (1998) ainsi que le notre vont dans le sens que ce réseau relationnel (expliqué en partie par le niveau universitaire du dirigeant) n'est pas directement lié à l'entreprise, mais plutôt à son environnement. Ce réseau peut jouer un rôle déterminant pour l'accession au poste de PDG. Mais, une fois l'objectif atteint, c'est au dirigeant de faire ses preuves et le réseau n'entend pas être tenu pour responsable de ses déboires éventuels.

Néanmoins, l'hypothèse 5 n'a pas été testée étant donné que l'échantillon de notre étude ne renferme que des dirigeants qui ne sont pas autodidactes.

Pour ce qui est de l'hypothèse 6, et afin de déterminer l'existence -ou non- d'un optimum d'enracinement, nous avons procédé par tâtonnement (comme Pigé et El Aouadi) en introduisant des effets de seuils au niveau de la fonction (G). Nous avons ensuite effectué trois régressions linéaires. Pour les trois modèles A, B et C nous avons introduit comme variable dépendante la performance boursière ($X_{4,t}$) et comme explicative le niveau d'enracinement (Y_{t-1}). Nous avons testé cette hypothèse selon laquelle $b_2=0$, puis nous avons testé empiriquement l'effet d'une petite variation de b_2 ($b_2=0,01$). Voici, alors les résultats obtenus des trois modèles.

Tableau 3 : Introduction d'effet de seuil

Variables explicatives de la performance annuelle $X_{4,t}$	Modèle (A) $b_0+b_1Y_{t-1}$	Modèle (B) $b_0+b_1 Y_{t-1}-b_2 $ avec $b_2=0$	Modèle (C) $b_0+b_1 Y_{t-1}-b_2 $ avec $b_2=0.01$
Constante	1,024*	0,107	0,163
Enracinement théorique	-2,765*	8,237*	8,083*
R ² ajusté	0,064	0,478	0,472
Ratio F	14,012*	174,823*	170,622*

* significatif au seuil de 1%

D'après le tableau ci-dessus la performance boursière annuelle ne semble pas être une fonction linéaire continue du niveau d'enracinement du PDG (modèle A). Bien que négatif, le coefficient de régression est significativement différent de zéro au seuil de 1 %. Ce résultat coïncide avec celui de Pigé (1998) et El Aouadi (2001) respectivement -0,351 et -0,211. Mais pour les deux autres modèles (c'est-à-dire B et C), nous avons trouvé des résultats différents. En effet, et d'après le tableau 3, nous n'avons pas trouvé un effet de seuil d'enracinement puisque les coefficients des deux modèles B et C sont positifs et significatifs (8,237 et 8,083), alors que nous nous attendions des signes négatifs.

Par conséquent, et pour le cas de la Tunisie, nous ne pouvons pas déterminer un optimum d'enracinement en fonction de la performance boursière. Cette dernière est introduite comme une variable expliquée qui est elle-même très complexe. En fait, si le cours boursier dépend du dirigeant, il ne dépend pas seulement de son enracinement. Mais, il prend en compte de multiples autres facteurs liés à l'entreprise tels que la situation économique sectorielle, l'état des infrastructures de l'entreprise, ses immobilisations, son personnel, sa capacité en matière de recherche et développement, etc. L'hypothèse 6 est donc infirmée.

Enfin et à l'aide des estimateurs déjà calculés ($\hat{\alpha}_1, \hat{\alpha}_3, \hat{\alpha}_4, \hat{\alpha}_6$), nous pouvons estimer l'enracinement théorique des dirigeants d'entreprises tunisiennes.

$$Y_{t-1} = Y_0 + 0.03732 \text{ Ln} \left[\prod_{t=1}^{n-1} X_{4,t} \right]$$

Avec

$$Y_0 = 0.01917 X_{3,t}$$

Nous ne prenons pas en considération la durée passée dans l'entreprise, puisque l'estimateur $\hat{\alpha}_6$ est de signe négatif. Il ne peut donc expliquer le processus d'enracinement du dirigeant.

Pour récapituler, nous pouvons présenter des résultats comparatifs dans des contextes différents notamment celui du cas français, maghrébin et tunisien.

Tableau4 : Comparaison du cas tunisien avec ceux français et marocain

	Cas Français Pigé (1998)	Cas Marocain El Aouadi (2001)	Cas Tunisien (2006)
Echantillon	1747 observations	220 observations	191 observations
Période	1966-1990	1993-1998	1997-2003
H1 : Performance boursière	Confirmée	Confirmée	Confirmée
H2 : Durée du mandat en tant que PDG.	Infirmée	Infirmée	Infirmée
H3 : Expérience du dirigeant au sein de l'entreprise avant d'être nommé PDG.	Infirmée	Confirmée	Confirmée
H4 : Réseaux relationnels externes	Confirmée	Confirmée	Infirmée
H6 : Existence d'un optimum d'enracinement	Confirmée	Confirmée	Infirmée

En conclusion et par rapport aux travaux effectués par Pigé (1998) et El Aouadi (2001) respectivement en France et au Maroc, nos résultats indiquent que la performance est l'élément le plus important pouvant justifier l'enracinement des dirigeants tunisiens. Par ailleurs, ces mêmes résultats indiquent que la durée du mandat en tant que PDG n'affecte pas directement la décision du conseil d'administration.

6. CONCLUSION

L'ensemble des stratégies d'enracinement des dirigeants paraît avoir des effets contradictoires. En effet, la majorité des travaux trouvent des résultats contradictoires en ce qui concerne les effets de ce type de stratégie sur les intérêts des actionnaires. Ceci est dû aux indicateurs qui sont choisis par les différents chercheurs.

Nous avons trouvé qu'il n'existe pas un optimum d'enracinement et que le niveau d'enracinement d'un dirigeant d'une entreprise tunisienne dépend négativement de sa durée de mandat en tant que PDG et de l'existence des réseaux relationnels. A l'inverse, l'absence de ses réseaux constitue un facteur indirect d'enracinement, en ce sens qu'il rend plus coûteux pour le dirigeant le risque de ne pas être maintenu à son poste.

D'autre part, le niveau d'enracinement d'un dirigeant dépend positivement de la performance passée et de l'ancienneté du dirigeant au sein de l'entreprise avant d'être nommé PDG.

Cette étude nous a permis d'avoir un modèle d'étude du niveau d'enracinement des dirigeants des entreprises tunisiennes. Mais, l'inexistence d'un optimum d'enracinement des dirigeants tunisiens est avérée.

Enfin, comme tout travail de recherche, cette étude présente encore certaines lacunes qu'il convient de combler. D'abord, la taille de l'échantillon est relativement petite. Ensuite, la période considérée est aussi courte. Enfin, le nombre de variables explicatives est faible. En effet, ces derniers ne prennent pas en considération l'influence et le pouvoir des autres partenaires de la firme.

En tenant compte de ces insuffisances, ce travail peut être un point de départ pour d'autres recherches dans lesquelles nous introduirons des variables de gouvernance dans la première régression (exemple : structure de propriété, composition du conseil d'administration...), et des variables qui expliquent le comportement opportuniste du dirigeant dans la seconde régression (exemple : choix des méthodes comptables...).

REFERENCES

- ALEXANDRE, H., et M. PAQUEROT (2000), Efficacité des structures de contrôle et enracinement des dirigeants : Une application du Bootstrap, *Finance Contrôle Stratégie*, 3:2, 5-29.
- BOOT, A.W.A. (1992), Why Hang on to loser? Diverstitures and Takeovers, *Journal of Finance*, 47:4.
- BRETON A., et R. WINTROBE (1982), The logic of bureaucratic conduct. Cambridge University Press.
- CASTANIAS, R.P., et C.E. ELFAT (1992), Managerial and Wind Fall Rents in the Market for Corporate Control, *Journal of Economic Behavior Organization*, 18,153-184.
- CHARREAUX, G. (1996), Pour une véritable théorie de la latitude managériale du gouvernement d'entreprise, *Revue Française de gestion*, 111, 50-64.
- CHARREAUX, G. (1997), *Le gouvernement des entreprises Corporate Governance, Théories et faits*, Economica recherche en gestion.
- CHARREAUX, G. (1997a), Le statut du dirigeant dans la recherche sur le Gouvernement des Entreprises , *in Le Gouvernement des Entreprises*, Economica, 471- 493.
- CHARREAUX, G. (1997b), Modes de contrôle des dirigeants et performances des firmes », *in Le Gouvernement des Entreprises*, Economica.
- CHARREAUX, G., et P. DEBRIERES (1997), Le Gouvernement des Entreprises, *Banques et Marchés*, 29:Juillet-Aout, 28-34.
- DEMSETZ, H. (1983), The Structure of Ownership and The Theory of the Firm, *Journal of Law and Economics*, 126:1983.
- EL AOUADI, A. (2001), Les stratégies d'enracinement des dirigeants d'entreprise : le cas marocain, *Working paper*, IAE d'Aix- Marseille.
- FAMA E.F. (1980), Agency problems and the theory of the firm», *Journal of Political Economy*, 88, 288-307.
- FAMA, E.F, et M.C. JENSEN (1983), Agency problems and residual claims, *Journal of Law and Economics*, 26.
- FINET, A. (2003), Analyse des effets boursiers suite aux changements de dirigeants : le cas des entreprises du NASDAQ et de l'OTC depuis mars 2000, Communication au Colloque de l'Association Francophone de Comptabilité, Louvain-la-Neuve.
- GARAVEY, G.T., et P.L. SWANN (1994), The economic of corporate governance beyond the marshallian firm, *Journal of corporate Finance*, 1:2, 35-80.

- GHARBI, H. (2002), Enracinement des dirigeants : une revue de la littérature, *Working paper*, Paris Dauphine.
- HILL, C.W.L, et T.M. JONES (1992), Stakeholder Agency Theory, *Journal of Management Studies*, 29:2, Mars.
- HIRSHLEIFER, D. (1993), Managerial reputation and corporate investments decisions, *Financial Management*, summer, 9-22.
- JENSEN, M., et G W. MECKLIN (1976), Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure, *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360.
- JENSEN, M. (1976), Reflexions on the state of accounting research and the regulation of accounting, Stanford Lectures in accounting 1976, *Graduate School of Business, Stanford University*.
- MORCK, R., A. SLEIFER, R.W. et VISNY (1990), Do managerial Objectives Drive Dad Acquisition? , *The journal of Finance*, 45:1, 31-48.
- PAQUEROT, M. (1997), Stratégies d'enracinement des dirigeants, performance de la firme et structure de contrôle, in *Le Gouvernement des Entreprises*, Economica.
- PERDREAU, F. (2000), Gouvernement et stratégie d'entreprise : un passage en revue des principales hypothèses d'opportunisme managériale et de leur interprétations, *Working paper*, CREREG, Université Rennes I.
- PICHARD-STAMFORD, J.P. (2000), Légitimité et enracinement du dirigeant par le réseau des administrateurs, *Finance Contrôle Stratégie*, 3:4, 143-178.
- PICHARD-STAMFORD, J.P., (2001), Légitimité du dirigeant, *La revue du Financier*, Numéro Spécial : Gouvernance d'entreprise, 133, 41-53.
- PIGE, B. (1998), Enracinement des dirigeants et richesse des actionnaires, *Finance, Contrôle, Stratégie*, 1:3, 131-158.
- PIGE, B. (1999), Les mécanismes de contrôle des dirigeants par les marchés en cas de défaillance des mécanismes internes de gouvernement des entreprises. Journées Internationales de l'AFFI, Juin.
- SLEIFER, A. et R.W. VISHNY (1989), Management Entrenchment: The case of manager-Specific Investments, *Journal of Financial Economics*, 25:25, 123-139.
- STIGLIZ, J.E et A.S. ELDIN (1992), Discouraging Rivals: Managerial Seeking and Economica Insufficiencies, NBER.*Working-paper-series*, n°4145, August.