

# **Politique d'endettement et** **réseau d'appartenance des dirigeants**

*Mathieu Paquerot\* et Jean-Michel Chapuis\**

Résumé : Cet article expose comment la politique d'endettement constitue un avantage concurrentiel pour une stratégie d'enracinement des dirigeants. En étudiant l'activité du réseau des anciens de l'École Nationale d'Administration (Ena), il apparaît que leur présence à la fois dans les organes de direction des grandes entreprises françaises et dans les milieux financiers, conduit à s'interroger sur le rôle de la relation d'endettement dans le système de gouvernement d'entreprise français. Les tests réalisés sur les données financières de 1995 soulignent un endettement significativement plus élevé des entreprises dirigées par des énarques comparativement à des polytechniciens ou autres.

Mots clefs : Endettement, réseau, Ena, gouvernement d'entreprise.

## **Financing structure and managers' influential networks**

Abstract: This paper explains how much debt a firm issues do advantage for an entrenchment strategy. By the way, Ena's ex-students seems to manage French firms and to trust French banks. This questions the nature of the debt contract in French corporate governance. 1995 empirical tests show that firms managed by énarques have more debt than polytechniciens or others managers do.

Key words: Debt policy, influential network, Ena, corporate governance.

JEL Classification :

---

Coordonnées :

Institut de Gestion, Villa Fort Louis, Rue Franck Delmas, 17 000 La Rochelle

Tél : 05 46 00 31 00, Mail : [mathieu.paquerot@univ-lr.fr](mailto:mathieu.paquerot@univ-lr.fr) et [jean-michel.chapuis@univ-lr.fr](mailto:jean-michel.chapuis@univ-lr.fr)

\* Respectivement Maître de Conférence et Enseignant Associé à l'Institut de Gestion

L'endettement des entreprises est considéré dans la littérature financière comme un outil de contrôle des dirigeants (Jensen et Meckling, 1976 ; Jensen, 1986). Ces derniers, devant justifier de l'utilisation des fonds auprès des banquiers se montreraient ainsi plus raisonnables dans leur utilisation. De plus, les qualités des contrôles des banquiers, par rapport à ceux des actionnaires, qu'ils doivent exercer sur la gestion de leurs débiteurs, sont souvent soulignées dans la littérature financière (Hoshi *et al.*, 1991 ; Nikili, 1997 ; La Porta *et al.*, 2000). La théorie de l'agence suggère que des conflits d'intérêts pouvaient exister entre les créanciers de l'entreprise et ses actionnaires.

Les études de Bauer et Bertin-Mouro (1995, 1996, 1997a, 1997b, 1997c) concernant les dirigeants français et la présence prononcée de certains réseaux d'anciens élèves issus de l'École Nationale d'Administration (Ena) ou de Polytechnique (X) à la tête des grandes entreprises nationales et des banques françaises nous interroge sur les perturbations que ces relations peuvent engendrer dans le cadre d'une relation d'endettement.

Des études récentes menées par Paquerot et Carminatti-Marchand (2003) ont montré que les réseaux X et Ena pouvaient perturber le fonctionnement des systèmes de contrôle. Dans une approche en termes de gouvernement d'entreprise, la prise en compte de ces réseaux pouvait donner des éclairages nouveaux sur le mode de fonctionnement des grandes entreprises et les relations de pouvoir avec les actionnaires. Ainsi, Paquerot et Carminatti-Marchand (2003) montrent que l'indépendance des conseils d'administration par rapport aux dirigeants semble souvent absente et que les réseaux d'appartenance des dirigeants sont généralement les mêmes que ceux d'une partie de leur conseil d'administration. Les auteurs pensent que la concurrence entre les deux réseaux peut conduire les dirigeants X ou Ena à favoriser l'enracinement de leur réseau. Ils remarquent également que les anciens élèves de l'Ena ont fortement colonisé les milieux financiers, et que ce

phénomène pourrait expliquer en partie le succès rencontré par ce réseau et sa progression notée par Bauer et Bertin-Mourot (1997b) dans leur étude.

Nous nous intéressons à ce dernier élément pour étudier dans quelle mesure les anciens élèves de l'Ena peuvent utiliser cet avantage concurrentiel par rapport au réseau de Polytechnique pour accroître l'influence de leur réseau sur les entreprises à travers l'endettement des entreprises contrôlées. Chapuis (2002, p. 62) propose un modèle où la politique de financement est considérée comme un levier à disposition des dirigeants. Dans cette optique, l'endettement ne serait plus alors un instrument de contrôle pour les dirigeants mais une stratégie d'enracinement de leur réseau à travers la mise en dépendance de l'entreprise qu'il contrôle. Cette problématique nous conduit à plusieurs interrogations :

- Les entreprises ayant des dirigeants ayant des dirigeants énarques ont-elles des endettements plus importants que les autres ?
- Le coût de cet endettement est-il inférieur à celui des autres catégories de dirigeants ?

La première section, en revenant d'abord sur le rôle de contrôle traditionnellement attribué aux créanciers de l'entreprise, puis en décrivant l'activité du réseau d'anciens élèves des grandes écoles françaises, propose une explication originale de la politique d'endettement des entreprises selon l'appartenance au même réseau de ses dirigeants et de ses créanciers. La deuxième section traduit celle-ci sous la forme d'hypothèses testables et présente les données et la méthodologie utilisées pour les confronter au cas français pour l'année 1995.

## **1. L'endettement : une source d'avantage concurrentiel pour le réseau Ena ?**

Cette partie présente dans un premier temps l'intérêt traditionnellement attribué aux contrats de financement par dettes parmi les mécanismes de gouvernement d'entreprises. Dans un second temps, après avoir exposé la présence des réseaux d'anciens de l'Ena chez les contrôleurs, cette partie identifie un risque de collusion d'intérêts entre dirigeants et créanciers. Les énarques ont colonisé les postes clefs des organisations françaises les plus importantes, que ce soit directement, par leurs participations aux conseils d'administration des entreprises industrielles ou indirectement dans le milieu financier français. La convergence des intérêts des dirigeants et des créanciers qui en découle est supposée profiter au réseau. L'endettement pourrait alors devenir un levier d'enracinement.

### ***1.1. Le rôle théorique de l'endettement et sa place dans le financement des entreprises françaises en 1995.***

L'endettement des entreprises est considéré traditionnellement dans la littérature financière comme un outil de contrôle des dirigeants (Jensen et Meckling, 1976 ; Jensen, 1986). L'obligation de maintenir l'échéancier des remboursements est censé réduire l'autonomie des dirigeants par rapports aux actionnaires (Stulz, 1990). Les contrats de prêts astreignent les dirigeants à des versements de fonds réguliers aux créanciers indépendamment du niveau d'activité. L'augmentation des rémunérations fixes de facteurs de production, à valeur créée constante et indépendante de la répartition des flux, réduit l'espace discrétionnaire des dirigeants. Jensen (1986) souligne l'importance du financement par dettes pour réduire les flux de liquidités discrétionnaires.

Plusieurs travaux mettent en avant la qualité du contrôle exercé par les banquiers, comparativement au contrôle que peuvent exercer les actionnaires, sur la gestion de leurs débiteurs (Diamond, 1984 ; Stulz, 1990 et Hoshi *et al.*, 1991). Ainsi les économies d'échelle dans l'accès et le traitement de l'information, qui peuvent résulter de leur spécialisation ou de la nature des incitations induites par la forme des contrats, constituent autant d'arguments pour justifier de leur efficacité. Le contrôle des banques est censé s'exercer dès qu'elles anticipent un comportement de l'entreprise remettant en cause l'occurrence du remboursement (soit par les clauses contractuelles, soit par des pressions durant les périodes économiquement difficiles). Le rôle attribué à l'endettement dans la littérature financière trouve un écho dans le financement observé des entreprises françaises.

Chapuis (2002) décrit le financement des entreprises françaises (de l'indice SBF250) entre 1987 et 1997. Il note que, même si l'endettement représente environ 20 % de la valeur de marché du capital économique, les dirigeants français collectent auprès des banques l'équivalent de 5 % de celle-ci en 1995. Cela représente une ressource financière quatre fois plus importante que celle des actionnaires. Cela est vrai aussi du financement de l'investissement, selon Chapuis (2002, tableau n° 30, p 343). En moyenne, 43 % des dépenses d'investissement des entreprises en 1995 sont financées par souscriptions de nouvelles dettes, proportion qui est plus importante que l'autofinancement. Cette situation correspond à une tendance repérée en France et aux États Unis par Fama et French, (1999) ou Rajan et Zingales (1995).

Au total, les créanciers sont supposés être les contrôleurs de l'activité des dirigeants à la tête des entreprises. Cependant, il peut apparaître un risque de collusion entre la direction de l'entreprise et ses créanciers, supportés par les actionnaires.

## **1.2. L'activité du réseau des anciens**

Paquerot et Carminatti-Marchand (2003) remarque que la présence forte de dirigeants issus de l'Ena ou de l'X à la tête des plus grandes entreprises françaises est liée à l'histoire et à la nationalisation des plus grandes entreprises dans les secteurs stratégiques après 1945. Selon l'auteur, l'État a confié aux anciens élèves de ces deux écoles le soin de gérer celles-ci. 50 ans après, une grande partie de ces sociétés est encore sous le contrôle de ces réseaux. La privatisation de certaines d'entre elles et le désengagement de l'État n'a pas modifié radicalement la composition de leurs équipes de direction en termes de formation d'origine. La présence de ces mêmes réseaux dans la haute administration contribue largement à renforcer leur influence dans le secteur économique.

Les anciens élèves de l'Ena sont aussi très présents dans le milieu bancaire. Le tableau suivant montre le profil des dirigeants pour quelques-unes des principales banques en France en 1995.

**Tableau 1: Le cursus des dirigeants dans les banques en France en 1995**

<i>Banque</i>	<i>Profil du dirigeant</i>	<i>Composition des organes de direction<sup>1</sup></i>	
		<i>% X</i>	<i>% Ena</i>
<i>Société Générale</i>	Ena	30%	30%
<i>Paribas</i>	Autre	27% <sup>2</sup>	13% <sup>2</sup>
<i>BNP</i>	X Ena	19%	44%
<i>Crédit Lyonnais</i>	X		
<i>CCF</i>	Ena	21%	32%
<i>Banque Populaire</i>	Ena	36%	50%
<i>CIC Union Européenne</i>	X	17%	17%
<i>Crédit Local de France</i>	X	23%	54%

Le tableau n°1 montre que les principales banques en France ont à leur tête des dirigeants anciens élèves de l'Ena ou de l'X. Les grandes banques d'affaires, c'est-à-dire celles auprès desquelles les grandes entreprises peuvent s'endetter, sont détenues par des dirigeants ayant fait l'Ena. Cette situation de quasi-monopole du réseau Ena sur les grands réseaux bancaires peut lui permettre de favoriser l'accès de ses membres à une ressource essentielle pour les entreprises, l'endettement.

Deux éléments sont à prendre en compte pour que cette situation puisse être considérée comme un avantage concurrentiel du réseau.

- Il faut que l'accès à la ressource soit facilité pour les membres.
- Il faut que le coût de la ressource soit inférieur pour les membres.

Cette situation pourrait d'ailleurs être considérée comme paradoxale en termes financiers,

---

<sup>1</sup> Conseil d'administration, conseil de surveillance et directoire.

<sup>2</sup> Chiffre de 1999.

car plus l'entreprise est endettée, plus son risque est important et le plus le coût de la dette devrait être élevé. En revanche, pour les actionnaires, le fait de bénéficier d'un effet de levier fort peut avoir des effets positifs sur la rentabilité financière, grâce à une mise à disposition abondante de la ressource (bras de levier) d'une part, à un coût plus avantageux (accroissement de l'effet de levier) d'autre part.

Un coût moins élevé de la ressource constitue une bonne raison de l'utiliser plus abondamment et peut la rendre plus attractive par rapport à des ressources financières alternatives, telles que des augmentations de capital par exemple.

### ***1.3. Un endettement élevé auprès des banques peut constituer une stratégie d'enracinement***

L'endettement réalisé dans les conditions précédemment décrites peut constituer une stratégie d'enracinement pour le réseau disposant des ressources pour la mettre en œuvre (le réseau Ena). La notion d'enracinement a été développée par Shleiffer et Vishny (1989). Les stratégies consistent, pour les agents qui souhaitent s'enraciner, à augmenter le coût de leur remplacement pour leur principal. En procédant ainsi, ils peuvent bénéficier d'une meilleure sécurité de l'emploi, d'une rémunération plus importante ou encore d'une plus grande liberté dans leurs actions. Paquerot (1996) définit l'enracinement comme " un pouvoir excessif de l'agent par rapport à ses performances ". L'auteur propose un modèle d'enracinement dans lequel plusieurs phases sont identifiées.

Dans la première phase, l'agent qui souhaite s'enraciner doit créer de la valeur pour ses

partenaires. Dans cette partie de la stratégie, il doit donc être plus performant que les autres et utiliser au mieux la combinaison de son capital humain et des actifs de l'entreprise<sup>3</sup>. Cette phase lui permet d'accumuler le pouvoir nécessaire sur ses partenaires pour ensuite passer à la deuxième phase de la stratégie qui consiste à paralyser les systèmes de contrôle de l'organisation.

Cette deuxième phase doit permettre d'accroître encore le pouvoir de l'agent par rapport au principal. Elle nécessite généralement de développer l'asymétrie d'information et l'élimination des concurrents. Ces deux éléments peuvent apparaître simultanément. L'asymétrie d'information contribue largement à la paralysie des systèmes de contrôle ou à l'élimination des agents concurrents. Ce dernier élément rend inutile les systèmes de contrôle mis en place, car il empêche le principal d'appliquer une sanction (le remplacement de l'agent) en lui ôtant la possibilité de trouver un remplaçant au moins aussi efficace<sup>4</sup>. Dans la troisième phase, l'agent bénéficie d'une situation d'enracinement, il peut alors décider, en fonction de sa situation, de consommer son pouvoir sous des formes pécuniaires ou autres (investissement de prestige...). Il peut également choisir d'accroître son pouvoir pour se maintenir dans le poste le plus longtemps possible<sup>5</sup> ou transmettre son pouvoir à un successeur qu'il aura choisi.

Cette stratégie devrait être mise en œuvre dans l'hypothèse d'enracinement du réseau.

---

<sup>3</sup> Cette idée a été largement développée par Castanias et Helfat (1992). Pour ces auteurs, l'enracinement présente un certain nombre d'effets positifs. Le plus important concerne la création de rentes permettant aux dirigeants de se valoriser suffisamment auprès des différents partenaires de l'entreprise pour légitimer leur situation. Ils remarquent également que l'enracinement des dirigeants peut permettre de réduire le conflit d'horizon existant entre les équipes managériales et les actionnaires. En effet, ce conflit suppose que les dirigeants investissent dans des actions dont les résultats seront perceptibles au cours de leur mandat. Ils risquent donc de privilégier le court terme au détriment du long terme. Une situation d'enracinement des dirigeants permet de réduire ce conflit puisque l'équipe managériale peut choisir d'investir à long terme dans la mesure où elle pense qu'elle sera présente sur une longue période.

<sup>4</sup> Hills et Jones (1992) remarquent que dans de nombreuses occasions, les agents n'ont pas besoin de maximiser leur effort, et qu'ils peuvent conserver leur poste sous la contrainte d'une performance minimale. Cette situation permet à des agents qui ne sont pas nécessairement les plus performants de se maintenir sur des marchés supposés concurrentiels.

<sup>5</sup> Notamment lorsqu'il a dépassé l'âge de la retraite ou lorsque son patrimoine lui permet de ne pas se représenter sur le marché de l'emploi des dirigeants qui constitue un élément essentiel dans le contrôle des dirigeants (Fama, 1980).

Paquerot et Carminatti-Marchand (2003) remarquent que les dirigeants énarques et polytechniciens réalisent des mandats plus courts que les autres dirigeants (5 ans en moyenne pour les X et les énarques, 10 ans pour les autres). Mais ces auteurs soulignent également que les entreprises ayant à leur tête un dirigeant membre de l'un des deux réseaux ont une forte probabilité que le successeur soit également membre du même réseau.

La possibilité d'utiliser l'endettement, pour mettre l'entreprise en situation de dépendance par rapport à une ressource du réseau, peut permettre d'éliminer en partie la concurrence d'autres dirigeants ne bénéficiant pas d'accès aux créanciers à des conditions similaires.

Par ailleurs, le modèle d'enracinement développé par Stiglitz et Edlin (1992), selon lequel l'accroissement du niveau de risque par une équipe dirigeante peut avoir pour effet de dissuader des concurrents de prendre le contrôle de l'entreprise, peut être applicable à l'endettement car celui-ci accroît le risque financier.

Au total, nous proposons que le recours à l'endettement permet de créer un avantage concurrentiel du réseau comme apporteur d'une ressource essentielle pour le fonctionnement de l'entreprise, sous la forme de deux hypothèses. La première suppose que les entreprises ayant des énarques ou des polytechniciens à leurs têtes sont plus endettées que les autres. La seconde suppose que le coût de cet endettement est inférieur à celui des autres catégories de dirigeants.

## **2. Tests empiriques à partir de l'endettement des entreprises françaises en 1995.**

Nous traitons la phase empirique en deux temps : d'abord une présentation de l'échantillon et des mesures retenues pour appréhender le niveau d'endettement ; ensuite une présentation des résultats des tests statistiques.

### ***2.1. Présentation de l'échantillon et des variables.***

Nous présentons dans l'ordre l'échantillon utilisé, les variables à expliquer, celles explicatives et les contrôles associés. L'échantillon retenu porte sur des données financières et comptables, extraites de la base Worldscope, de 84 entreprises. Il s'agit de sociétés du premier marché parisien. Les banques et les sociétés financières ont été retirées de l'échantillon initial. L'année 1995 a été choisie comme première étape afin d'étudier en dynamique l'évolution de l'endettement des entreprises sur la période 1995 à 2000. En effet, Paquerot et Carminatti-Marchand (2003) ont observé des changements significatifs dans la composition des conseils d'administration sur cette période. Ils constatent notamment une perte importante (40%) des mandats d'administrateurs détenus directement par des anciens élèves de polytechnique et de l'Ena sur leur échantillon. En revanche le pourcentage de mandat de dirigeants occupé par des énarques ou des X ne changent pas sur la période.

Les variables à expliquer sont au nombre de deux, chacune grâce à deux estimateurs. La première, le taux d'endettement est exprimé en rapportant la valeur des dettes financières à long terme (LTD) soit à la valeur de marché (TMC), soit à la valeur comptable du capital économique

des entreprises (TC). La valeur de marché du capital d'une entreprise est la somme de la valeur de marché des actions cotées plus la valeur comptable des actions privilégiées, des intérêts minoritaires et des dettes financières à long terme<sup>6</sup>. Mesurer la valeur de marché des dettes et des actions privilégiées à partir de la valeur comptable ne semble pas induire de biais statistiques importants selon Fama et French (1999)<sup>7</sup>. Pour la dette à long terme, il est peu probable que les firmes dans l'échantillon soient en état de faillite financière ; donc en moyenne, la valeur comptable des dettes est probablement une estimation faiblement biaisée de leur valeur de marché. Pour les actions privilégiées, le biais semble limité en raison de leur faible proportion dans la valeur totale du capital (même en valeur comptable).

La seconde, le coût de la dette est appréhendé en rapportant les frais financiers (rubrique *interest expenses on debt* du compte de résultat reproduit par Worldscope) soit à la valeur comptable des dettes financière à long terme (IED/LTD), soit à la valeur comptable des dettes à long terme, plus les dettes financières à court terme et la proportion des dettes à long terme remboursables dans l'année (IED/TD).

Compte tenu de la taille de l'échantillon, nous utiliserons des tests non-paramétriques. Les tests de Mann et Whitney de différence de moyennes seront réalisés selon trois groupes de dirigeants : Les polytechniciens ; les énarques ; les autres dirigeants (ni X , ni énarques).

Concernant les variables de contrôle, nous avons utilisé le ratio Q de Tobin pour estimer les opportunités de croissance de l'entreprise, le logarithme de la valeur de marché du capital

---

<sup>6</sup> La valeur comptable du capital d'une entreprise est la somme en fin d'exercice de la valeur des dettes financières à long terme, des actions et des intérêts minoritaires. La valeur de marché des actions ordinaires est mesurée par la capitalisation boursière à la fin de l'année ; c'est-à-dire le cours de marché à la fin d'année multiplié par le nombre d'actions ordinaires en circulation.

<sup>7</sup> L'analyse effectuée en intégrant les dettes à court terme, non reportée ici, est sensiblement similaire à celle présentée *infra*. De plus, il y a probablement peu de différence entre la valeur comptable et la valeur de marché des dettes à court terme compte tenu de la fréquence de leur renouvellement.

économique pour estimer la taille de l'entreprise et le risque financier est appréhendé en divisant l'EBE par les frais financiers. Enfin, nous avons vérifié que l'endettement obligataire reste marginal dans l'échantillon<sup>8</sup>.

## **2.2. Présentation des tests d'hypothèses.**

Notre hypothèse principale est la suivante. Les énarques étant très présents dans le secteur bancaire, nous supposons que l'accès à l'endettement constitue une source d'avantage concurrentiel pour les dirigeants membres de ce réseau. Cet avantage peut prendre deux formes : d'une part, un accès privilégié à la ressource, d'autre part, un coût plus faible de la ressource. Ceci nous conduit à formuler deux hypothèses principales :

H1 : Les entreprises dirigées par des énarques sont plus endettées que les autres.

H1a) Leurs entreprises sont plus endettées que les dirigeants appartenant au réseau de Polytechnique (avantage par rapport au réseau concurrent) ;

H1b) Leurs entreprises sont plus endettées que les autres dirigeants (ni X ni Ena).

H2 : Le coût de l'endettement est moins élevé pour les entreprises dirigées par des énarques que pour les autres.

### **2.2.1. Les dirigeants énarques sont-ils plus endettés que les autres ?**

Les résultats des tests figurant dans les tableaux (4, 5, 6) de l'annexe, corroborent les hypothèses 1a et 1b. Il est cependant nécessaire de vérifier que les résultats sont indépendants

---

<sup>8</sup> Renault par exemple a réalisé une émission d'obligations de 950 millions, par rapport à un endettement de 26 milliards. Néanmoins, nous avons choisi de ne pas éliminer l'endettement obligataire dans la mesure où celui-ci reste

d'autres variables. Les variables de contrôle traditionnelles sont notamment la taille, la mesure des opportunités de croissance et le secteur d'activité.

Les résultats des tests montrent que les dirigeants X ou énarques sont à la tête d'entreprise significativement plus importantes que les autres dirigeants. Cependant, seules les entreprises dirigées par les énarques font apparaître des différences significatives dans les niveaux d'endettement. Nous pouvons donc conclure que l'appartenance au réseau Ena est significative dans la détermination du niveau d'endettement des entreprises, indépendamment de la taille. Le tableau suivant synthétise les tests reportés en annexe (tableaux 7, 8 et 9).

**Tableau 2 : tableau de synthèse sur les variables de contrôle**

<i>Différence significative concernant la taille</i>	<i>Différence significative sur le niveau d'endettement</i>
<b>Ena &gt; Autres dirigeants (ni X ni Ena)</b>	<b>Ena &gt; X</b>
<b>X &gt; Autres dirigeants (ni X ni Ena)</b>	<b>Ena &gt; Autres dirigeants (ni X ni Ena)</b>
<b>Pas de différence significative entre Ena et X</b>	<b>Pas de différence significative entre les X et les autres dirigeants (ni X ni Ena)</b>

La théorie contractuelle (Myers, 1977) suggère que les entreprises ayant peu d'opportunités de croissance sont moins endettées que les autres dans un souci d'économie de coûts d'agence. Cependant, aucune différence significative, mesurée à partir du ratio Q de Tobin, n'apparaît selon les catégories de dirigeants.

De même, Smith et Watts (1992) suggèrent que les comportements d'endettement sont différents selon le domaine d'activité des entreprises. Les tests figurants dans le tableau 9 ne font

---

une variable essentielle dans la décision de prêts des banquiers.

pas apparaître de différence significative dans le niveau d'endettement entre les différents secteurs économiques (identifié par la SBF).

### **2.2.2. Le coût de la dette est-il inférieur pour les énarques ?**

Les tableaux (10, 11, 12) figurant en annexe ne font pas apparaître de différences significatives dans le coût de l'endettement selon les dirigeants. Cependant, ce résultat des tests doit être mis en perspective avec le risque financier des entreprises.

Les entreprises dirigées par des énarques sont plus endettées que les autres, ce qui est censé accroître leur niveau de risque. Leur coût de l'endettement devrait être plus important. Nous avons trois mesures de risque : les deux premières, déjà utilisées précédemment, sont composées par le niveau d'endettement de l'entreprise (LTD/TC, LTD/TMC) ; la troisième correspond au ratio frais financiers divisés par l'excédent brut d'exploitation (FF/EBE). Les résultats concernant ce dernier ratio, présentés dans le détail dans les tableaux (13, 14, 15), sont synthétisés ci-après.

**Tableau 3 : Tableau de synthèse sur le risque financier et le coût de la dette**

<i>Mesures du risque</i>			<i>Mesure du coût de l'endettement</i>
<i>Endettement LTD/TC</i>	<i>Endettement LTD/TMC</i>	<i>Frais financiers / EBE</i>	<i>Coût de la dette</i>
<b>ENA &gt; autres dirigeants (ni X ni Ena)</b>			<b>Pas de différence entre les X, les Ena et les autres dirigeants (ni X ni Ena)</b>
<b>Ena &gt; X</b>			
<b>Pas de différence entre les X et les autres dirigeants (ni X ni Ena)</b>			

Nous observons donc la situation paradoxale suivante pour les énarques. Bien que plus endettées et présentant des ratios de risque financier plus élevés, le coût de leur endettement n'est pas significativement différent de celui des autres groupes. Autrement dit, ils se financent au même taux que les autres mais avec un risque significativement supérieur. Ce résultat corrobore l'hypothèse 2 et confère aux dirigeants membres du réseau Ena un avantage concurrentiel en termes de coût par rapport aux dirigeants concurrents.

## **Conclusion**

L'endettement est une source importante de financement pour les entreprises. La forte présence du réseau Ena à la tête des grandes banques nationales lui permet d'obtenir un avantage concurrentiel important pour les dirigeants membres de son réseau. Cet avantage se traduit par une disponibilité plus importante de la ressource et un coût ajusté au risque inférieur. Cet avantage peut être déterminant dans des secteurs nécessitant des investissements particulièrement lourds (hôtellerie, industrie...). Il peut également être à l'origine de la progression du réseau Ena par rapport au réseau de Polytechnique au cours des dernières années.

Cet article est une première étape. Nous souhaitons reproduire cette étude pour l'année 2000 afin de constater le renforcement ou l'atténuation de " cet avantage concurrentiel " des énarques dans les entreprises françaises suite aux modifications de la composition des conseils d'administration sur la période 1995-2000 (Paquerot et Carminatti-Marchand, 2003). En effet, les pertes de mandats d'administrateurs observés par les auteurs sur la période 1995 à 2000 peuvent fragiliser les positions des dirigeants énarques. Si le réseau est moins présent " officiellement " dans les conseils, il peut cependant être tenté de renforcer son avantage concurrentiel pour se maintenir à la tête des entreprises. Il sera intéressant de tester si cet avantage concurrentiel en termes d'endettement peut constituer une stratégie d'enracinement efficace pour le réseau et de vérifier les interactions ou la complémentarité avec d'autres variables stratégiques telles que la présence de membres du réseau dans les conseils d'administration.

Plusieurs questions restent en suspend et feront l'objet de prochains travaux.

- Quel est le rôle du CA et des énarques administrateurs dans l'accès à l'endettement ?
- Comment évolue la politique d'endettement de l'entreprise après la prise de direction par un énarque ou lorsque le réseau perd une entreprise ?
- Comment le réseau de Polytechnique compense-t-il cet avantage concurrentiel sur le financement de l'entreprise ?
- Quelle est la politique de financement des dirigeants énarques ?
- Quel est notamment le traitement des actionnaires dans ces entreprises ? (politique de dividende).

## Annexe

Tableau 4 : différence d'endettement selon les dirigeants (Test de Mann-Whitney)

	Réseau	N	Rang moyen	U de Mann-Whitney	Z	Signification
LTD/TMC	X	20	12.25			
	Ena	7	19.00			
	<b>Total</b>	<b>27</b>		<b>35.00</b>	<b>-1.936</b>	<b>0.053</b>
LTD/TC	X	20	11.90			
	Ena	7	20.00			
	<b>Total</b>	<b>27</b>		<b>28.00</b>	<b>-2.324</b>	<b>0.020</b>

Tableau 5 : différence d'endettement selon les dirigeants (Test de Mann-Whitney)

	Réseau	N	Rang moyen	U de Mann-Whitney	Z	Signification
LTD/TMC	X	20	40.55			
	Autres	57	38.46			
	<b>Total</b>	<b>77</b>		<b>539.00</b>	<b>-0.360</b>	<b>0.719</b>
LTD/TC	X	20	39.90			
	Autres	57	38.68			
	<b>Total</b>	<b>77</b>		<b>552.00</b>	<b>-0.209</b>	<b>0.834</b>

Tableau 6 : différence d'endettement selon les dirigeants (Test de Mann-Whitney)

	Réseau	N	Rang moyen	U de Mann-Whitney	Z	Signification
LTD/TMC	Ena	7	46.00			
	Autres	57	30.84			
	<b>Total</b>	<b>64</b>		<b>105.00</b>	<b>-2.033</b>	<b>0.042</b>
LTD/TC	Ena	7	48.00			
	Autres	57	30.60			
	<b>Total</b>	<b>64</b>		<b>91.00</b>	<b>-2.334</b>	<b>0.020</b>

Tableau 7 : Différence de taille de l'entreprise selon les dirigeants (Test de Kruskal-Wallis)

	Réseau	N	Rang moyen	Khi <sup>2</sup>	ddl	Signification
Taille	X	20	49.10	8.31	2	
	Ena	7	62.43			
	Autres	57	37.74			
	<b>Total</b>	<b>84</b>				

Tableau 8 : Différence de Q de Tobin des entreprises selon les dirigeants (Test de Kruskal-Wallis)

	Réseau	N	Rang moyen	Khi <sup>2</sup>	ddl	Signification
Q de Tobin	X	20	40.50	1.111	2	

	Ena	7	34.71			
	autres	57	44.16			
	<b>Total</b>	<b>84</b>				<b>0.574</b>

**Tableau 9 : Différence de niveau d'endettement entre les secteurs (Test de Kruskal-Wallis)**

	<b>Secteur d'activité<sup>9</sup></b>	<b>N</b>	<b>Rang moyen</b>	<b>Khi<sup>2</sup></b>	<b>ddl</b>	<b>Signification</b>
LTD/TMC	Énergie	5	41.70	<b>6.643</b>	<b>9</b>	
	Produits de Base	6	46.50			
	Construction	7	33.57			
	Biens d'Équipement	14	35.07			
	Automobile	6	50.17			
	Autres Biens de Consommation	5	34.80			
	Industrie Agro-Alimentaire	6	30.50			
	Distribution	10	31.70			
	Autres Services	12	44.46			
	Stes d'Investissement	6	46.83			
	<b>Total</b>	<b>77</b>				<b>0.674</b>
LTD/TC	Énergie	5	42.50	<b>3.778</b>	<b>9</b>	
	Produits de Base	6	39.50			
	Construction	7	33.29			
	Biens d'Équipement	14	34.86			
	Automobile	6	40.33			
	Autres Biens de Consommation	5	37.20			
	Industrie Agro-Alimentaire	6	32.50			
	Distribution	10	37.60			
	Autres Services	12	47.96			
	Stes d'Investissement	6	43.00			
	<b>Total</b>	<b>77</b>				<b>0.925</b>

**Tableau 10 : différence de coût d'endettement selon les dirigeants (Test de Mann-Whitney)**

	Réseau	N	Rang moyen	U de Mann-Whitney	Z	Signification
IED/LTD	X	19	13.26			
	Ena	7	14.14			
	Ena	7	14.14			
	<b>Total</b>	<b>26</b>		<b>62.00</b>	<b>-0.260</b>	<b>0.795</b>
IED/ TD	X	19	12.63			
	Ena	7	15.86			
	<b>Total</b>	<b>26</b>		<b>50.00</b>	<b>-0.954</b>	<b>0.340</b>

---

<sup>9</sup> La décomposition sectorielle retenue est celle de la Société de Bourse Française, en date de 1995.

**Tableau 11 : différence de coût d'endettement selon les dirigeants (Test de Mann-Whitney)**

	Réseau	N	Rang moyen	U de Mann-Whitney	Z	Signification
IED/LTD	X	19	35.32			
	Autres	55	38.25			
	<b>Total</b>	<b>74</b>		<b>481.00</b>	<b>-0.514</b>	<b>0.608</b>
IED/ TD	X	19	33.89			
	Autres	55	38.75			
	<b>Total</b>	<b>74</b>		<b>454.00</b>	<b>-0.848</b>	<b>0.397</b>

**Tableau 12 : différence de coût d'endettement selon les dirigeants (Test de Mann-Whitney)**

	Réseau	N	Rang moyen	U de Mann-Whitney	Z	Signification
IED/LTD	Ena	7	29.29			
	Autres	55	31.78			
	<b>Total</b>	<b>62</b>		<b>177.00</b>	<b>-0.345</b>	<b>0.730</b>
IED/ TD	Ena	7	34.57			
	Autres	55	31.11			
	<b>Total</b>	<b>62</b>		<b>171.00</b>	<b>-0.478</b>	<b>0.632</b>

**Tableau 13 : différence de risque selon les dirigeants (Test de Mann-Whitney)**

	Réseau	N	Rang moyen	U de Mann-Whitney	Z	Signification
FF / EBE	Ena	6	44.00			
	Autres	50	29.00			
	<b>Total</b>	<b>62</b>		<b>81.00</b>	<b>-1.996</b>	<b>0.045</b>

**Tableau 14 : différence de risque selon les dirigeants (Test de Mann-Whitney)**

	Réseau	N	Rang moyen	U de Mann-Whitney	Z	Signification
FF / EBE	X	15	33.93			
	Autres	54	33.50			
	<b>Total</b>	<b>62</b>		<b>389.00</b>	<b>-0.233</b>	<b>0.816</b>

**Tableau 15 : différence de risque selon les dirigeants (Test de Mann-Whitney)**

	Réseau	N	Rang moyen	U de Mann-Whitney	Z	Signification
FF / EBE	X	15	33.93			
	ENA	6	33.50			
	<b>Total</b>	<b>62</b>		<b>18.00</b>	<b>-2.102</b>	<b>0.036</b>
	<b>Total</b>	<b>62</b>		<b>18.00</b>	<b>-2.102</b>	<b>0.036</b>

## Bibliographie

- BAUER M. ET BERTIN-MOUROT B., 1995, *Les N°1 des 200 plus grandes entreprises en France et en Grande-Bretagne*, Boyden Research Center on Leadership.
- BAUER M. ET BERTIN-MOUROT B., 1996, *Vers un modèle européen de dirigeants ?*, Boyden Research Center on Leadership.
- BAUER M. ET BERTIN-MOUROT B., 1997a, *L'Ena est-elle une business school ?*, Dynamiques d'entreprises, L'Harmattan.
- BAUER M. ET BERTIN-MOUROT B., 1997b, *Radiographie des grands patrons français ?*, Dynamiques d'entreprises, L'Harmattan.
- BAUER M. ET BERTIN-MOUROT B., 1997c, *Administrateurs et dirigeants du CAC 40, des logiques sociales auto-contrôle au cœur du gouvernement d'entreprise*, Boyden Research Center on Leadership.
- CASTANIAS R.P. ET HELFAT C.E., 1992, "Managerial and windfall rents in the market for corporate control", *Journal of Economic Behavior and Organisation*, Vol. 18, p. 153-184.
- CHAPUIS J.M., 2002, *Politique de financement des entreprises et fluctuations économiques : une approche organisationnelle*, thèse de Doctorant, Dijon, 455 p.
- CHARREAUX G., *Le gouvernement des entreprises Corporate Governance Théories et Faits*, Economica Recherche en gestion, 1997.
- DIAMOND T., 1984, " ", *Q*, p. 33-59.
- HILL C.W.L ET JONES T.M., 1992, "Stakeholder-agency theory", *Journal of Management Studies*, vol 29, n° 2, mars, p. 131-154.
- HOSHI T., KASHYAP A ET SCHARFSTEIN D., 1991, "Corporate Structure, Liquidity, and Investment : Evidence from Japanese Industrial Groups", *Quarterly Journal of Economics*, February p. 33-59.
- JENSEN M.C., 1986, "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers", *American Economic Review*, vol. 76, p. 323-329.
- JENSEN M.C. ET MECKLING W.H., 1976, "Theory of the Firm : Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure.", *Journal of Financial Economics*, vol. 3, p. 305-360.
- FAMA E.F., 1980, "Agency Problems and the Theory of the Firm", *Journal of Political Economy*, vol. 88, n° 2, p. 134-145.
- FAMA E.F. ET FRENCH K.R., 1999, "The Corporate Cost of Capital and the Return on Corporate

Investment ”, *Journal of Finance*, vol. 56, n° 6, p. 1939-1967.

LA PORTA R., LOPEZ-DE-SILANES F., SHLEIFER A. ET VISHNY R., 2000, “ Investor protection and corporate governance ”, *Journal of Financial Economics*, vol. 58, p. 3-27.

**nikili**

PAQUEROT M., 1996, “ L'enracinement des dirigeants et ses effets ”, *Revue Française de gestion* n° 111, novembre-décembre, p. 212-225.

PAQUEROT M. ET CARMINATTI-MARCHAND G., 2003, *Faut-il confier les entreprises aux X et aux énarques* ; Etheque.com Edition, 73 pages.

RAJAN R.G. ET ZINGALES L., 1995, “ What Do We Know about Capital Structure ? Some Evidence from International Data ”, *Journal of Finance*, vol. 50, n° 5, p. 1421-1461.

RAJAN R.G. ET ZINGALES L., 1998, “ Power in a theory of a firm ”, *Quarterly Journal of Economics*, May.

SHLEIFER A ET VISHNY R.W., 1989, “ Management entrenchement : the case of manager-specific investments ”, *Journal of Financial Economics*, vol. 25, p. 123-139.

STIGLITZ J.E. ET EDLIN A.S., 1992, “ Discouraging rivals: managerial rent seeking and economic insufficiencies ”, *NBER Working Paper*, n° 4145, Août.

STULZ R., 1990, “ Managerial Discretion and Optimal Financing Policies ”, *Journal of Financial Economics*, vol. 26, p. 3-27.