

La gouvernance d'entreprise a-t-elle évolué? : Analyse des entreprises du SBF 120 sur la période 2000-2015

Xavier BRÉDART¹

Résumé

L'objectif de cet article est d'analyser l'évolution de la gouvernance des entreprises du SBF 120 sur la période 2000-2015. Ayant recours à différents outils méthodologiques, nous rapportons l'évolution de plusieurs variables largement débattues dans les codes et relatives au conseil d'administration et à la rémunération du dirigeant. Nos résultats indiquent qu'une évolution significative est enregistrée pour certaines variables telles que l'indépendance ou la diversité de genre.

Abstract

The aim of this article is to analyze the evolution of the corporate governance of firms of SBF 120 index over the period 2000-2015. Using various methodological tools, we analyze the evolution of several corporate governance variables widely discussed in the codes and relating to the board of directors and executive compensation. Our results indicate that a significant change is recorded for some variables such as board independence or gender diversity over the period 2000-2015.

Introduction

Au début des années 2000, en écho aux scandales financiers retentissants d'Enron et de Worldcom ayant entamé la confiance des investisseurs envers le système de gestion et de contrôle des entreprises, le besoin de consolida-

1. Xavier BRÉDART: Maître de conférences, Université de Mons – xavier.bredart@umons.ac.be

tion du « système de garantie » s'est traduit par des aménagements au niveau législatif (la loi Sarbanes-Oxley aux Etats-Unis ou la Loi de Sécurité Financière en France) ainsi que par la publication de codes de « bonnes » pratiques de gouvernance (rapport Bouton en France). En outre, en France, on assiste, dès les années 2000, à une explosion du nombre de travaux académiques réalisés sur le sujet. Godard et Schatt (2005) analysent les principales caractéristiques des CA (leur taille, la proportion d'indépendants, le nombre de réunions et le cumul des fonctions de PDG/PCA) de 97 entreprises françaises en 2002 et rapportent une évolution très significative suite à la publication des rapports de gouvernance Viénot (1995, 1999) et Bouton (2002). Elage et Mard (2018) analysent les scores de conformité des entreprises du SBF 120 aux recommandations des codes sur la période 2006-2013. Ils rapportent une stabilité du score sur la période 2006-2008 puis une augmentation très nette à partir de 2009. Fin 2008, en France, suite à la crise des *subprimes*, le code AFEP-MEDEF est amendé et la loi DDAC, qui prévoit pour les sociétés cotées françaises la référence à un code de gouvernance selon le principe de *comply or explain* est mise en place. Le code, adopté par la quasi-totalité des sociétés du SBF 120, offre « un ensemble de recommandations exigeant et précis sur le gouvernement d'entreprise » (code de l'AFEP-MEDEF, 2018, p. 1). Ce code comporte de nombreuses recommandations relatives au CA ainsi qu'aux rémunérations des dirigeants ; appliquant le principe de *comply or explain*, il est non contraignant pour les entreprises et permet de tenir compte de leurs spécificités. Globalement, la majorité des grandes entreprises cotées se déclarent en conformité avec les recommandations les plus emblématiques des codes de bonne conduite (Wirtz, 2008 ; Refait-Alexandre, 2014). Si ce degré de conformité élevé s'explique, d'une part, par la théorie de l'agence (Jensen et Meckling, 1976) et les avantages procurés aux actionnaires par l'application de ces recommandations, d'autre part, le cadre institutionnel peut également constituer un facteur explicatif. L'intégration de la théorie de l'agence et de la théorie institutionnelle (Aguilera et Jackson, 2003 ; Seal, 2006) reconnaît que les environnements institutionnels dans lesquels les gestionnaires sont intégrés façonnent la nature de ces acteurs économiques et justifient leur comportement (Bao et Lewellyn, 2017).

L'objectif de cet article est d'analyser l'évolution de variables de gouvernance centrées sur le CA et les rémunérations des dirigeants. Notre base de données reprend les données relatives à la gouvernance des entreprises du SBF 120 sur la période 2000-2015, nous avons ainsi pu comparer les valeurs de variables telles que la taille, l'indépendance, la proportion de femmes, le nombre de réunions du CA, l'unicité des fonctions de PDG/PCA ou encore la rémunération du PDG sur deux sous-périodes, la période 2000-2006 et la période 2009-2015 et avons comparé nos variables au moyen de divers outils statistiques tels que des distributions de densité de Kernel, des tests de comparaison de moyennes et de rangs signés. Notons que certaines de ces variables font l'objet d'amendements en termes de lois ou de recommandations au sein des codes de gouvernance en vigueur en France sur la période d'analyse alors que, pour

d'autres, les codes sont neutres (le nombre de réunions du CA et l'unicité des fonctions de PDG/PCA) ou non évolutifs (l'indépendance).

Nos résultats rapportent une évolution significative de la gouvernance des entreprises reprises dans l'indice SBF 120 entre les deux sous-périodes, en conformité avec les codes et lois de gouvernance en vigueur en France. Ces résultats peuvent encourager les rédacteurs des codes puisqu'ils attestent d'une évolution significative vers les standards d'une « bonne » gouvernance. La valeur ajoutée de cet article consiste en une analyse empirique de l'évolution de la gouvernance d'entreprise au sein des grandes entreprises cotées françaises sur la période 2000-2015.

La suite de l'article se présente comme suit. La deuxième section consiste en une revue de la littérature relative aux codes de gouvernance et aux recommandations qu'ils contiennent, préambule à la formulation d'hypothèses de travail relatives aux variables étudiées. La troisième section présente les données ainsi que les méthodologies utilisées. La quatrième section présente les résultats. La dernière section discute des résultats et conclut l'article.

1. Codes de gouvernance et recommandations

1.1. Codes de gouvernance

Depuis le début des années quatre-vingt-dix, on assiste à une prolifération de la production de documents légaux ou « recommandatoires » (initiée par le rapport britannique Cadbury de 1992) ayant pour objectif d'instaurer des pratiques de gouvernance dites éthiques, ou, à tout le moins, destinées à éviter des bouleversements économiques et financiers.

Bien que des lois relatives au secteur financier existent en Europe (*e.g.* la LSF française de 2003), la gouvernance d'entreprise y fait plus généralement l'objet de recommandations édictées au sein de codes de « bonnes » pratiques (relevant du domaine de la *soft law*). Bien que non obligatoires, les standards présents au sein des codes tendent à s'imposer notamment *via* la pression concurrentielle des pairs et des acteurs du marché financier dans une optique de sanction par la réputation (Wirtz, 2008).

En France, l'origine des documents recommandatoires relatifs à la gouvernance des entreprises remonte à 1995 avec le rapport Viénot I centré sur les missions et la composition du CA. Le rapport Viénot II, inclut, en 1999, des recommandations sur les rémunérations et pose le principe de *comply or explain*. En 2002, le rapport Bouton, renforce les missions du comité d'audit et précise la définition de l'administrateur indépendant. En 2003, ces rapports sont consolidés pour constituer le code AFEP-MEDEF. En 2008, les entreprises sont légalement invitées à se référer volontairement à un code de gouvernement d'entreprise et le code est complété par des recommandations relatives aux rémunérations des

dirigeants mandataires sociaux. Le texte précise en préambule que « *cet ensemble de recommandations, qui constitue le code AFEP-MEDEF, peut être désigné par les sociétés cotées comme étant leur code de référence en application des articles L. 225-37 et L. 225-68 du code de commerce* ». Il a subi des révisions en 2010 sur la présence de femmes dans les conseils, en 2013 sur les rémunérations « *say on pay* », en 2015 sur les cessions d'actifs, en 2016 sur la RSE et, en 2018, sur des thèmes tels que les enjeux sociaux et environnementaux des sociétés, les critères d'indépendance des administrateurs ainsi que la rémunération des dirigeants mandataires sociaux, davantage connue sous le nom de principe du « *say on pay* », qui consiste à instaurer un vote consultatif des actionnaires, lors des assemblées générales, concernant la rémunération des dirigeants.

Comme mentionné précédemment, le degré de conformisme aux recommandations ainsi qu'aux lois en matière de gouvernance est influencé, non seulement par les avantages que ces aménagements peuvent apporter aux actionnaires en termes de gestion, mais également par le cadre institutionnel. En effet, dans la perspective de la théorie de l'agence institutionnelle, les gestionnaires sont toujours considérés comme des agents dont les pouvoirs sont délégués par les propriétaires légaux des sociétés, mais leurs actions sont également influencées par des valeurs et des normes considérées comme légitimes dans un environnement institutionnel donné (Seal, 2006).

1.2. Recommandations

Bien que les codes tendent vers une plus grande complétude, les recommandations les plus emblématiques concernent le CA et les rémunérations des dirigeants. En conséquence, ces points feront l'objet de la revue de littérature ci-après afin de poser des hypothèses quant à l'évolution de la gouvernance au sein des entreprises cotées françaises.

Cet article aborde les thèmes relatifs à la taille, l'indépendance, la diversité de genre, la dualité PDG/PCA, l'activité ainsi qu'à la rémunération du PDG.

1.2.1. La taille du CA

Selon la loi française NRE (Nouvelle Règlementation Economique) de 2001, qui modifie la loi de juillet 1966, les CA peuvent rassembler entre 3 et 18 membres (Godard et Schatt, 2005). Les codes, en référence à l'idée du « *One size does not fit all* », ne se prononcent pas quant à une taille idéale du CA. Notons également que, depuis la loi du 14 juin 2013 relative à la sécurisation de l'emploi, le législateur impose d'intégrer des administrateurs salariés au sein des CA des grandes entreprises. L'introduction de cette loi lors de notre seconde période d'analyse pourrait résulter en un accroissement de la taille du CA des entreprises du SBF 120 entre les deux sous-périodes d'analyse.

En conséquence, nous posons notre première hypothèse comme suit :

H1 : la taille du CA des entreprises du SBF 120 a augmenté entre les deux sous-périodes d'analyse.

1.2.2. L'indépendance du CA

Le code de l'AFEP-MEDEF souligne que la qualité du conseil d'administration ne saurait se résumer en un pourcentage d'administrateurs indépendants et mentionne les seuils suivants. « *La part des administrateurs indépendants doit être de la moitié des membres du conseil dans les sociétés au capital dispersé et dépourvues d'actionnaires de contrôle. Dans les sociétés contrôlées (Au sens de l'article L. 233-3 du code de commerce), la part des administrateurs indépendants doit être d'au moins un tiers* ».

Suite aux événements de 2007-2008 et à l'accroissement de la pression actionnariale sur les équipes managériales, le renforcement de l'indépendance des CA pourrait être perçu comme un mécanisme permettant d'accroître le contrôle au sein des entreprises. Notre deuxième hypothèse se présente donc comme suit :

H2 : la proportion d'administrateurs indépendants au sein des entreprises du SBF 120 a augmenté entre les deux sous-périodes d'analyse.

1.2.3. La diversité de genre

D'après le code AFEP-MEDEF, une des missions du CA consiste à s'assurer que « *les dirigeants mandataires sociaux exécutifs mettent en œuvre une politique de non-discrimination et de diversité notamment en matière de représentation équilibrée des femmes et des hommes au sein des instances dirigeantes* ».

Les femmes restent cependant minoritaires au sein des CA et les Etats adoptent différentes stratégies afin de développer la féminisation des conseils (St-Onge et Magnan, 2013). En France, le code de l'AFEP-MEDEF introduit, en 2010, des recommandations sur la présence de femmes dans les conseils. En outre, après l'Espagne et la Norvège, en 2011, la loi Zimmerman-Copé fixe, en France, un quota obligatoire de 20 % du sexe sous-représenté dans les CA pour juillet 2014 et de 40 % au 1^{er} janvier 2017 dans les entreprises cotées et dans les sociétés comptant plus de 500 salariés permanents et un chiffre d'affaires supérieur à 50 millions d'euros. Notons que d'autres pays, comme le Canada, ont opté pour une loi souple de type *comply or explain* (Allemand et al., 2016).

Au vu de cette loi et des recommandations inscrites dans les codes durant notre seconde sous-période d'analyse, nous posons l'hypothèse suivante :

H3 : la proportion de femmes dans les CA des entreprises du SBF 120 a augmenté entre les deux sous-périodes d'analyse.

1.2.4. Dualité des fonctions de PDG/PCA

l'OCDE (2004) recommande la séparation des deux fonctions². En France, d'après le code de l'AFEP-MEDEF, les sociétés à conseil d'administration ont le choix entre la dissociation et l'unicité des fonctions de président du CA et de directeur général. La loi ne privilégie aucune formule et donne compétence au conseil d'administration pour choisir entre les deux modalités. Il appartient au conseil de se prononcer et d'expliquer sa décision. Le code ne se prononce donc pas quant à la supériorité de l'un ou l'autre de ces choix. En conséquence, notre quatrième hypothèse se présente comme suit :

H4 : la proportion d'entreprises caractérisées par le cumul des fonctions de PDG/PCA n'a pas évolué entre les deux sous-périodes d'analyse.

1.2.5. Le nombre de réunions

Les obligations en matière de fréquence de réunions consistent en des dispositions prévues dans les statuts et/ou des règlements intérieurs. D'après le code de l'AFEP-MEDEF, « *la périodicité et la durée des séances du conseil d'administration sont telles qu'elles permettent un examen et une discussion approfondis des matières relevant de la compétence du conseil* ».

L'accroissement des responsabilités des CA, notamment en termes de contrôle, entre les deux sous-périodes d'analyses, nous amène à poser notre cinquième hypothèse comme suit :

H5 : la fréquence annuelle de réunions du CA des entreprises du SBF 120 a augmenté entre les deux sous-périodes d'analyse.

1.2.6. La rémunération du PDG

La crise économique et financière a ravivé les débats sur les rémunérations des dirigeants des grandes entreprises (Eminet *et al.*, 2009) à tel point que, de toutes les questions associées à la gouvernance des entreprises qui ont été soulevées depuis la crise économique, peu ont autant retenu l'attention de la presse que celle de la rémunération des dirigeants (Khenissi et Wirtz, 2015). En France, la rémunération des administrateurs fait l'objet d'une attention particulière au sein de la littérature³ (St-Onge et Magnan, 2008 ; Broye et Moulin, 2010, 2017 ; Amar et Marais, 2017) et des codes de gouvernance.

2. « *La séparation des deux postes peut être considérée comme étant une bonne pratique de gouvernance ; elle permet en effet d'atteindre un équilibre approprié de pouvoir, d'augmenter la responsabilité et d'améliorer la capacité du CA à prendre des décisions indépendamment du management* » (OECD, 2004, pp. 63-64).

3. Les études académiques sont variées. Certaines traitent du niveau global de rémunération, d'autres de la proportion rémunération variable/rémunération fixe, de l'intéressement au capital ou encore du fonctionnement du comité de rémunération.

Dès 1999, le rapport Viénot II intervient sur la question des rémunérations en recommandant de concentrer l'information sur ces rémunérations dans un chapitre *ad hoc*. Au plus fort de la crise, en 2008, les recommandations du code sont complétées sur les rémunérations des dirigeants mandataires sociaux. En 2013, le vote des actionnaires sur les rémunérations « *say on pay* » est recommandé au sein du code⁴.

Enfin, c'est en décembre 2008 que le code prit l'appellation de « code de gouvernement d'entreprise des sociétés cotées » (avec comme sous-titre « *Principes de gouvernement d'entreprise résultant de la consolidation du rapport de l'AFEP et du MEDEF d'octobre 2003 et de leurs recommandations de janvier 2007 et d'octobre 2008 sur la rémunération des dirigeants mandataires sociaux des sociétés cotées* »). Il y a donc bien eu un renforcement de l'attention portée aux rémunérations des mandataires sociaux au cours de la seconde sous-période d'analyse. Cependant, outre cet encadrement accru, aucun texte ne mentionne le niveau de rémunération du dirigeant.

En conséquence, notre sixième hypothèse est formulée sous forme double :

H6a : la rémunération des PDG des entreprises du SBF 120 a augmenté entre les deux sous-périodes d'analyse.

H6b : la rémunération des PDG des entreprises du SBF 120 a diminué entre les deux sous-périodes d'analyse.

2. Méthodologie

2.1. Données et méthodologie

La base de données IODS (INSEAD OEE Data Services) contient des informations relatives à la gouvernance de plus de 160 entreprises ayant appartenu au moins une fois à l'indice SBF 120 depuis 1998. Cette base de données a été utilisée comme base de travail. Afin de la compléter, nous avons également eu recours aux rapports annuels des entreprises considérées. Au final, nous avons pu collecter des données relatives à la gouvernance de 133 entreprises sur la période 2000-2015. Notons que 85,71 % des entreprises de notre échantillon se réfèrent au code AFEP-MEDEF.

Afin d'analyser l'évolution de la gouvernance des grandes entreprises françaises cotées, notre horizon temporel a été scindé en deux parties ; la première reprenant les données relatives à la gouvernance des entreprises sur la période

.....
4. Notons, qu'en 2016, l'Assemblée nationale votait le projet de loi relatif à la transparence, à la lutte contre la corruption et à la modernisation de la vie économique (dit « Sapin 2 ») prévoyant la mise en place d'un « *Say on Pay* » contraignant. Cette date se situant en dehors de notre horizon d'analyse (2000-2015), cette information n'est pas prise en compte pour la formulation de notre hypothèse de travail.

2000-2006, la seconde reprenant les données relatives à la gouvernance de ces mêmes entreprises sur la période 2009-2015⁵.

Le Tableau 1 rapporte la répartition des entreprises par secteur d'activités.

Tableau 1 – Répartition des entreprises par secteur d'activités

| Secteur d'activité | Nombre d'entreprises |
|---|----------------------|
| Industrie manufacturière | 9 |
| Production et distribution énergétique | 3 |
| Production et distribution d'eau | 1 |
| Commerce et réparation de véhicules | 4 |
| Hébergement et restauration | 2 |
| Information et communication | 19 |
| Activités financières et d'assurance | 29 |
| Activités immobilières | 5 |
| Activités spécialisées et scientifiques | 52 |
| Arts, spectacles et activités récréatives | 2 |
| Autres activités de services | 1 |
| Construction | 2 |
| Santé Humaine et action sociale | 3 |
| Industries extractives | 1 |
| TOTAL | 133 |

Nous avons calculé, pour chaque entreprise, les moyennes des variables de gouvernance sur les deux sous-périodes. Les données sont donc organisées par paires puisque, pour chacune des variables analysées, nous disposons, par entreprise, de deux données ; l'une représentant sa moyenne sur la période 2000-2006, l'autre sur la période 2009-2015. L'échantillon d'analyse peut donc être qualifié d'apparié au sens statistique du terme.

Afin d'analyser l'évolution de la gouvernance de notre échantillon d'entreprises, nous avons recours à plusieurs outils statistiques permettant de décrire, analyser et comparer les distributions des variables préalablement débattues.

Dans un premier temps, pour chaque variable, et en distinguant les deux sous-périodes d'analyse, nous présentons les statistiques descriptives de manière classique (Tableau 2) et de manière visuelle (Figure 1). L'analyse visuelle

5. La période 2000-2015 a été scindée en deux parties égales. La période 2007-2008 a été écartée de l'analyse car elle représente une période d'adaptation pour les entreprises. Outre la crise des *subprimes*, la loi DDAC de 2008 prévoit pour les sociétés cotées françaises la référence à un code de gouvernance selon le principe de *comply or explain* (Elage et Mard, 2018).

consiste, pour chaque variable, en une représentation des distributions de densités de Kernel.

Dans un second temps, nous testons, de manière plus formelle, les hypothèses préalablement posées en ayant recours à différents tests afin de donner davantage de robustesse à nos résultats. Un premier test auquel nous avons eu recours est le test paramétrique de comparaison de moyennes de *student* pour échantillons appariés. Le deuxième test réalisé est le test non-paramétrique des rangs signés de Wilcoxon.

2.2. Variables

Comme mentionné précédemment, les recommandations les plus emblématiques des codes de gouvernances sont centrées sur le CA et les rémunérations des dirigeants. Les variables analysées au sein de cet article sont relatives à ces considérations qui font, en outre, l'objet d'un intérêt au sein du monde académique. Ainsi, nous analysons, dans cet article, l'évolution des variables suivantes sur les deux horizons temporels précédemment présentés.

La taille du conseil d'administration correspond au nombre de directeurs au sein du CA. L'indépendance représente la proportion de directeurs indépendants dans le CA⁶. Le genre est mesuré par la proportion de femmes dans le CA. Une variable binaire est utilisée pour faire état de la potentielle dualité des fonctions de PDG/PCA (la variable prend la valeur 1 lorsque le PDG de l'entreprise est également PCA et 0 sinon). L'activité du CA est appréhendée par le nombre de réunions du CA sur base annuelle. Enfin, la rémunération globale (fixe, variable et avantages en nature) du PDG est mesurée en milliers d'euros. Notons que cette dernière variable est sujette à l'augmentation généralisée des prix entre les deux sous-périodes. Afin de contrôler pour ce biais, nous avons actualisé les valeurs de la première sous-période pour les faire correspondre à celles de la seconde sous-période. Pour ce faire, nous avons considéré les mois de juin 2003 (pour la période 2000-2006) et de juin 2012 (pour la période 2009-2015) et appliqué un taux d'actualisation de 16,9 % aux valeurs de la variable initiale rémunération. La taille des entreprises de notre échantillon est également renseignée pour les deux sous-périodes. Nous utilisons le total des actifs (en millions d'euros). Comme pour la rémunération du PDG, cette variable a également été ajustée pour l'inflation.

3. Résultats

L'objectif de cet article est d'analyser l'évolution de la gouvernance des grandes entreprises françaises cotées sur la période 2000-2015 sous l'angle des recommandations prescrites au sein des codes de gouvernance. À cette fin, nous

6. Rappelons que la loi ne fournit pas une définition précise de l'indépendance des administrateurs. En conséquence, le décompte annuel relève de l'appréciation de chaque entreprise.

présentons, dans un premier temps, les statistiques descriptives de notre échantillon en distinguant les deux sous-périodes d'analyse. Dans un second temps, nous présentons les résultats des tests de comparaison réalisés ; à savoir le test paramétrique de comparaison de moyennes de *student* sur échantillons appariés et le test non-paramétrique des rangs signés de Wilcoxon.

Le Tableau 2 présente, pour chacune des deux sous-périodes (2000-2006 et 2009-2015) les moyennes, écart-types, minimum et maximum des variables préalablement présentées.

Tableau 2 – Statistiques descriptives

| | Obs. | Moyenne | | Ecart-type | | Minimum | | Maximum | |
|-----------------------------------|------|-----------|-----------|------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| | | 2000-2006 | 2009-2015 | 2000-2006 | 2009-2015 | 2000-2006 | 2009-2015 | 2000-2006 | 2009-2015 |
| Taille CA | 132 | 10,65 | 11,20 | 4,08 | 3,54 | 2 | 3 | 20,14* | 20,14 |
| Indépendance CA | 131 | 0,35 | 0,48 | 0,19 | 0,20 | 0 | 0 | 0,79 | 0,97 |
| Réunions CA | 131 | 6,80 | 7,90 | 2,65 | 2,54 | 2 | 2 | 20,57 | 20,57 |
| PDG/PCA | 132 | 0,56 | 0,53 | 0,43 | 0,43 | 0 | 0 | 1 | 1 |
| Genre CA | 132 | 0,10 | 0,22 | 0,14 | 0,11 | 0 | 0 | 1 | 1 |
| Rémunération | | | | | | | | | |
| PDG (en milliers d'euros)** | 75 | 1.207 | 1.948 | 836 | 1.428 | 12 | 85 | 3.389 | 8.775 |
| Rémunération | | | | | | | | | |
| PDG (inflation) | 75 | 1.412 | 1.948 | 977 | 1.428 | 14 | 85 | 3.962 | 8.775 |
| Total actif (en millions d'euros) | 132 | 37535.02 | 65398.2 | 133561.3 | 255803 | 11.11 | 15.49 | 959041 | 1972973 |
| Total actif (inflation) | 132 | 43878.44 | 65398.2 | 156133.1 | 255803 | 12.99 | 15.49 | 1121119 | 1972973 |

* Le nombre maximal d'administrateurs nommés par l'assemblée générale s'élève à 18 auquel on peut ajouter des administrateurs représentant les salariés actionnaires ainsi que des administrateurs représentant les salariés.

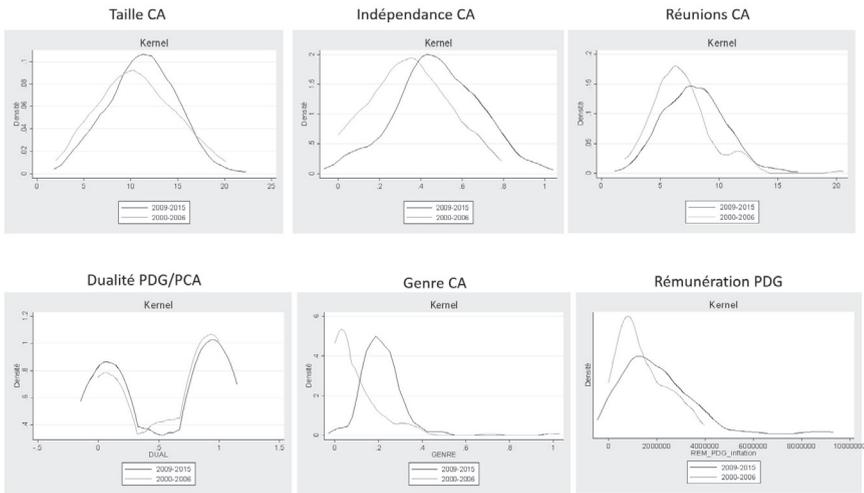
** La suite de l'article ne considère plus cette variable mais bien la variable intégrant l'inflation.

La gouvernance d'entreprise a-t-elle évolué ? : Analyse des entreprises du SBF 120 sur la période 2000-2015

En moyenne, la taille, l'indépendance, la fréquence des réunions, la proportion de femmes ainsi que la rémunération du PDG ont augmenté entre les deux sous-périodes d'analyse. Seul le pourcentage d'entreprises caractérisées par le cumul des fonctions de PDG et de PCA a diminué. Notons également que la taille des entreprises de notre échantillon a augmenté entre les deux sous-périodes.

La Figure 1 présente l'analyse visuelle consistant, pour chaque variable de gouvernance, en une représentation des distributions de densités de Kernel. Bien que ces graphiques ne permettent pas de tirer de conclusions formelles quant aux hypothèses préalablement posées, ils permettent de noter des observations pertinentes. Remarquons par exemple que, pour la variable relative à la dualité PDG/PCA, les distributions de Kernel sont proches. En revanche, la variable reflétant la proportion de femmes au sein des CA présente des distributions de Kernel sensiblement différentes pour les deux sous-périodes ; ces observations indiquent que les distributions relatives aux deux sous-périodes sont différentes pour cette variable.

Figure 1 – Densités de Kernel



Le Tableau 3 présente les résultats du test paramétrique de comparaison de moyennes sur échantillons apparié et du test non-paramétrique des rangs signés de *Wilcoxon*. Les hypothèses relatives à la taille du CA, à son indépendance, à son activité ainsi qu'à la diversité de genre sont vérifiées au seuil de 1 %, et ce pour les deux tests effectués. En effet, nous avons posé des hypothèses allant dans le sens d'une évolution positive de la taille, de la proportion de directeurs indépendants, de la fréquence des réunions et de la proportion de femmes au sein des CA. Nous avons également supposé que la proportion d'entreprises ayant opté pour un système caractérisé par la dissociation des fonctions de PDG et de PCA n'avait pas évolué. Cette hypothèse est également vérifiée pour l'ensemble des tests effectués. Enfin, en ce qui concerne la rémunération du PDG, nous avons posé notre hypothèse sous forme double ; nous observons cependant une augmentation significativement positive de cette variable au seuil de 1 %.

Tableau 3 – Tests de comparaison

| | Test de <i>Student</i> | Test de <i>Wilcoxon</i> |
|------------------------------|------------------------|-------------------------|
| Taille CA | 3,1551*** | 3,612*** |
| Indépendance CA | 9,0645*** | 7,608*** |
| Réunions CA | 5,3135*** | 5,351*** |
| PDG/PCA | -0,6456 | -0,558 |
| Genre CA | 11,7613*** | 8,334*** |
| Rémunération PDG (inflation) | 4,083*** | 4,050*** |

*** : significatif au seuil de 1 %.

Notre échantillon comprend des entreprises se référant au code AFEP/MEDEF (85,71 %) et des entreprises se référant à d'autres codes (belge, luxembourgeois, néerlandais, Middenext). Les Tableaux 4 et 5 présentent les statistiques descriptives des deux sous-échantillons. On peut noter que les variables analysées évoluent dans le même sens (à part la taille du CA) pour les entreprises se référant au code AFEP-MEDEF et pour celles se référant à d'autres codes. En outre, les conclusions des tests de comparaison restent identiques si seules les entreprises se référant au code AFEP/MEDEF sont prises en considération.

Tableau 4 – Statistiques descriptives des entreprises se référant au code AFEP-MEDEF

| Obs | Moyenne | | Ecart-type | | Minimum | | Maximum | | Test de Student | Test de Wilcoxon |
|------------------------------|-----------|-----------|------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------------|------------------|
| | 2000-2006 | 2009-2015 | 2000-2006 | 2009-2015 | 2000-2006 | 2009-2015 | 2000-2006 | 2009-2015 | | |
| Taille CA | 113 | 11,02 | 11,68 | 3,80 | 3,21 | 2,00 | 3,00 | 19,86 | 21,00 | *** |
| Indépendance CA | 113 | 0,36 | 0,51 | 0,19 | 0,19 | 0,00 | 0,05 | 0,79 | 0,97 | *** |
| Réunions CA | 113 | 6,72 | 7,82 | 2,58 | 2,27 | 2,00 | 2,00 | 20,57 | 14,14 | *** |
| PDG/PCA | 113 | 0,54 | 0,52 | 0,42 | 0,43 | 0,00 | 0,00 | 1,00 | 1,00 | *** |
| Genre CA | 113 | 0,09 | 0,22 | 0,14 | 0,11 | 0,00 | 0,02 | 1,00 | 1,00 | *** |
| Rémunération PDG | 69 | 1232054 | 2009190 | 811207 | 1424307 | 11594 | 84974 | 3389350 | 8775136 | *** |
| Rémunération PDG (inflation) | 69 | 1440272 | 2009190 | 948301 | 1424307 | 13553 | 84974 | 3962150 | 8775136 | *** |
| Total actif | 113 | 39191 | 71300 | 139185 | 272968 | 291 | 37 | 959041 | 1972973 | |
| Total actif (inflation) | 113 | 45815 | 71300 | 162707 | 272968 | 34 | 37 | 1121119 | 1972973 | |

Tableau 5 – Statistiques descriptives des entreprises se référant à un autre code

| Obs | Moyenne | | Ecart-type | | Minimum | | Maximum | | |
|------------------------------|-----------|-----------|------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|---------|
| | 2000-2006 | 2009-2015 | 2000-2006 | 2009-2015 | 2000-2006 | 2009-2015 | 2000-2006 | 2009-2015 | |
| Taille CA | 19 | 8,44 | 8,35 | 4,98 | 4,13 | 3,14 | 3,33 | 20,14 | 17,43 |
| Indépendance CA | 18 | 0,27 | 0,34 | 0,22 | 0,21 | 0,00 | 0,00 | 0,67 | 0,63 |
| Réunions CA | 19 | 7,31 | 8,39 | 3,11 | 3,88 | 2,25 | 2,57 | 12,50 | 15,86 |
| PDG/PCA | 19 | 0,65 | 0,60 | 0,47 | 0,47 | 0,00 | 0,00 | 1,00 | 1,00 |
| Genre CA | 19 | 0,12 | 0,18 | 0,13 | 0,10 | 0,00 | 0,00 | 0,36 | 0,37 |
| Rémunération PDG | 6 | 930176 | 1255405 | 1138908 | 1409249 | 106105 | 249796 | 2945150 | 3907387 |
| Rémunération PDG (inflation) | 6 | 1087376 | 1255405 | 1331384 | 1409249 | 124037 | 249796 | 3442880 | 3907387 |
| Total actif | 19 | 27137 | 28348 | 93009 | 88348 | 11 | 15 | 395893 | 371992 |
| Total actif (inflation) | 19 | 31723 | 28348 | 108728 | 88348 | 13 | 15 | 462799 | 371992 |

4. Discussion et Conclusion

Depuis le rapport Viénot I de 1995, les entreprises françaises sont invitées à se conformer à une série de recommandations réunies au sein de codes de gouvernance. Au début des années 2000, Godard et Schatt (2005) rapportent une évolution des valeurs prises par une série de variables de gouvernance allant dans le sens d'une conformité aux recommandations émises au sein des codes. Elage et Mard (2018) rapportent une augmentation très nette du score de conformité des entreprises aux recommandations à partir de 2009, suite à l'obligation de référence à un code résultant de la loi DDAC.

L'objectif de cet article consiste à analyser les structures de gouvernance des entreprises sur la période 2000-2015 afin d'y déceler une potentielle évolution. En regard des recommandations émises au sein des codes de gouvernance, nous vérifions ainsi si ces dernières ont été suivies et ce malgré le principe de *comply or explain* à caractère recommandatoire et non obligatoire des codes. Les recommandations étant focalisées sur le CA et les rémunérations des dirigeants, nous avons centré notre analyse sur les variables suivantes : la taille, l'indépendance, la fréquence des réunions ainsi que la proportion de femmes au sein du CA mais également la potentielle dualité des fonctions de PDG et de PCA et le niveau de rémunération du PDG.

En ce qui concerne la taille du CA, les codes considèrent qu'aucune taille optimale n'existe et n'émettent donc pas de recommandation précise quant au nombre optimal de directeurs. Nos résultats rapportent une évolution significative de cette variable entre les deux sous-périodes d'analyse. Il semble que les entreprises du SBF 120 aient opté pour un accroissement de leur réseau (Goodstein *et al.*, 1994) afin d'améliorer leur processus d'administration. Ce résultat peut également s'expliquer par l'accroissement de la taille des entreprises de notre échantillon entre les deux sous-périodes.

D'après nos résultats, la proportion de directeurs indépendants siégeant au CA a augmenté de manière significative ; on observe une progression de 13 % sur cette variable entre les deux sous-périodes. Ce résultat est en ligne avec notre deuxième hypothèse. L'épisode de crise et l'accroissement de la pression actionnariale pourraient avoir convaincu les entreprises de la nécessité d'un contrôle accru (Weisbach, 1988).

L'évolution de la diversité de genre au sein du CA a également fait l'objet de notre analyse. Nos résultats rapportent une augmentation importante (la valeur moyenne de cette variable a plus que doublé, passant de 10 à 22 %) et significative de la proportion de femmes dans les CA des entreprises du SBF 120 entre les deux sous-périodes. Cette augmentation fait écho à plusieurs facteurs institutionnels tels que l'amendement du code AFEP-MEDEF en 2010 ou la loi Zimmerman-Copé de 2011 fixant un quota obligatoire de 20 % du sexe sous-représenté dans les CA pour juillet 2014 et de 40 % au 1^{er} janvier 2017

dans les entreprises cotées et dans les sociétés comptant plus de 500 salariés permanents et un chiffre d'affaires supérieur à 50 millions d'euros.

Concernant le cumul des fonctions de PDG/PCA, bien que l'OCDE (2004) recommande de séparer les fonctions, en France, le code ne se prononce pas sur ce sujet et donne compétence au CA pour décider de ce choix. Nos résultats ne rapportent pas de variation significative pour cette variable. En outre, sur l'ensemble de la période d'analyse, on ne constate pas de nette préférence pour l'une ou l'autre de ces formules puisqu'environ une entreprise sur deux opte pour l'unicité. Bien que cette variable soit largement débattue dans le milieu académique, elle ne semble focaliser ni l'attention des entreprises ni celle des rédacteurs de codes.

D'après nos résultats, les CA des entreprises du SBF 120 se sont davantage réunis sur la période 2009-2015. On enregistre, en moyenne, une réunion supplémentaire sur base annuelle. L'accroissement des responsabilités des CA, notamment en termes de contrôle, entre les deux sous-périodes d'analyses pourrait expliquer ce résultat.

La rémunération des dirigeants fait l'objet d'une attention particulière au sein des codes, qui s'est renforcée depuis 2007-2008. Au lendemain de la crise des *subprimes*, certaines rémunérations ont été qualifiées d'excessives et reflétant des faiblesses au niveau des systèmes de gouvernance. En 2013, le vote des actionnaires sur les rémunérations « *say on pay* » est recommandé au sein du code de l'AFEP-MEDEF. Les recommandations du code portent sur l'encadrement du processus décisionnel de détermination des rémunérations et non sur leur hauteur. Le code rappelle néanmoins que la rémunération des dirigeants doit être compétitive et doit avoir pour objectif de promouvoir la performance. Nos résultats rapportent une évolution significativement positive du niveau de rémunération globale des PDG des entreprises du SBF 120 entre les deux sous-périodes d'analyse. Il apparaît donc que le niveau de rémunération reste considéré comme un moyen adéquat d'attirer et de conserver des dirigeants considérés comme efficaces comme observé empiriquement par Jensen et Murphy (1990). Le lien entre la performance de l'entreprise et le niveau de rémunération doit cependant être relativisé (St Onge et Magnan, 2008). En effet, certaines entreprises ont recours à l'embauche de dirigeants externes considérés comme des « vedettes » et exigeant un niveau de rémunération élevé, pas toujours associé à une performance exceptionnelle de l'entreprise (Wade *et al.*, 2008).

Les contributions de cet article sont multiples. Premièrement, comme observé par Godard et Schatt (2005) au début des années 2000 et par Elage et Mard (2018) en 2009, les résultats de nos analyses rapportent une évolution allant dans le sens d'une conformité accrue aux recommandations émises dans les codes. Ensuite, les implications de cette étude sont encourageantes tant pour les investisseurs que pour les rédacteurs des codes puisqu'elle atteste d'une conformité accrue aux pratiques identifiées comme étant les meilleures en

termes de gouvernance. Les lois et recommandations concernant les marchés financiers représentent des institutions officielles essentielles pour une gouvernance d'entreprise efficace (La Porta *et al.*, 1997 ; La Porta *et al.*, 1998, 2000) et permettent, en combinaison avec la théorie de l'agence, d'expliquer le degré de conformité des entreprises aux codes et lois en matière de gouvernance. Le principe de *comply or explain* semble prouver l'efficacité d'un système recommandatoire basé sur la « *soft law* ». Cependant, la théorie du signal (Ross, 1979) nous rappelle que le marché ajuste son allocation de capital en fonction de sa perception de la qualité de la gouvernance (MacNeil et Li, 2006). Il s'agit d'une première limite de cette recherche. Il faudrait en effet pouvoir s'assurer que ce haut degré de conformisme aux recommandations édictées dans les codes correspond bien à une réelle volonté d'améliorer le système de gouvernance et n'est pas uniquement « cosmétique ». Ce type d'analyse ne peut être réalisé qu'au cas par cas et constitue une première piste de recherche. En outre, le code de l'AFEP-MEDEF est rédigé à destination des grandes entreprises françaises cotées ; ces entités économiques représentent une population spécifique soumise à une pression actionnariale importante, il s'agit d'une deuxième limite. Une piste de recherche complémentaire consisterait alors à réaliser une analyse similaire au sein d'une population d'entreprises plus hétérogène (*incluant notamment des PME non cotées*) afin d'analyser son évolution afin de déterminer si les résultats de notre étude sont généralisables. Notons également que la disponibilité des données a conditionné le choix des variables analysées ; ainsi, l'analyse de l'évolution du rapport rémunération variable/rémunération fixe sur la période considérée dans cette étude constitue une piste de recherche complémentaire.

Bibliographie

AGUILERA R.V. et JACKSON G. (2003), "The Cross-National Diversity of Corporate Governance : Dimensions and Determinants", *The Academy of Management Review*, Vol. 28, n° 3, p. 447-465.

ALLEMAND I., BÉDARD J. et BRULLEBAUT B. (2016), « Efficacité des lois contraignantes et des lois souples pour promouvoir la diversité de genre dans les conseils d'administration : une comparaison France/Canada », *Finance Contrôle Stratégie*, Vol. 19, n° 4, 24 p.

AMAR-SABBAH A. et MARAIS M. (2017), « Les dirigeants des entreprises cotées prennent la parole : Justification de leurs rémunérations en contexte français », *Finance Contrôle Stratégie*, Vol. 20, n° 4, p. 69-115.

BAO S.R. et LEWELLYN K.B. (2017), "Ownership structure and earnings management in emerging markets – An institutionalized agency perspective", *International Business Review*, Vol. 26, n° 5, p. 828838.

BROYE G. et MOULIN Y. (2010), « Rémunération des dirigeants et gouvernance des entreprises : le cas des entreprises françaises cotées », *Finance Contrôle Stratégie*, Vol. 13, n° 1, p. 67-98.

BROYE G. et MOULIN Y. (2017), "The cost of CEO duality : Evidence from French leadership compensation", *European Management Journal*, Vol. 35, pp. 336-350.

AFEP-MEDEF (2018), "Code de gouvernement d'entreprise des sociétés cotées".

ELAGE A. et MARD Y. (2018), « Code de gouvernance et gestion des résultats comptables : le cas des sociétés françaises cotées », *Comptabilité – Contrôle – Audit*, Vol. 2, n° 24, p. 113-147.

EMINET A., GUEDRI Z. et ASSEMAN S. (2009), « Le dirigeant est-il l'architecte de sa rémunération ? Structure de contrôle du conseil d'administration et mobilisation du capital social », *Finance Contrôle Stratégie*, Vol. 12, n°3, p. 5-36.

GODARD L. et SCHATTA A. (2005), « Caractéristiques et fonctionnement des conseils d'administration français, Un état des lieux », *Revue Française de Gestion*, Vol. 31, n°158, p. 69-88.

GOODSTEIN J., GAUTAM K. et BOEKER W. (1994), "The effects of board size and diversity on strategic change", *Strategic Management Journal*, Vol. 15, n° 3, p. 241-250.

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, n° 4, p. 305360.

JENSEN M.C. et MURPHY K.J. (1990), "Performance Pay and Top-Management Incentives", *Journal of Political Economy*, Vol. 98, n° 2, p. 225-264.

KHENISSI M. et WIRTZ P. (2015), « Le Processus stratégique de détermination de la rémunération des dirigeants : les enseignements du Cas Vinci », *Finance Contrôle Stratégie*, Vol. 18, n° 1, p. 21-56.

LA PORTA R., LOPEZ-DE-SILANES F., SHLEIFER A. et VISHNY R. (1997), "Legal Determinants of External Finance", *The Journal of Finance*, Vol. 52, n° 3, p. 11311150.

LA PORTA R., LOPEZ-DE-SILANES F., SHLEIFER A. et VISHNY R. (2000), "Investor protection and corporate governance", *Journal of Financial Economics*, Vol. 58, n°12, p. 327.

LA PORTA R., LOPEZ-DE-SILANES F., SHLEIFER A. et VISHNY R. (1998), "Law and Finance", *Journal of Political Economy*, Vol. 106, n° 6, p. 11131155.

MACNEIL I. et LI X. (2006), "Comply or Explain : market discipline and non-compliance with the Combined Code", *Corporate Governance : An International Review*, Vol. 14, n°5, p. 486-496.

OCDE (2004), « Principes de gouvernement d'entreprise de l'OCDE ».

REFAIT-ALEXANDRE C., DUHAMEL J.-C. et FASTERLING B. (2014), « La recherche de légitimité par la conformité aux codes de gouvernance d'entre-

prise, Une analyse des déclarations de conformité des sociétés françaises du SBF 120 », *Management & Avenir*, Vol. 69, n° 3, p. 32-51.

ROSS S.A. (1979), "Disclosure regulation in the financial markets : implications of modern finance theory and signaling theory", in Edwards F.R. et Columbia University, (1979), *Issues in financial regulation*, McGraw-Hill, New York.

SEAL W. (2006), "Management accounting and corporate governance : An institutional interpretation of the agency problem", *Management Accounting Research*, Vol. 17, N°4, p. 389-408.

ST-ONGE S. et MAGNAN M. (2008), « La rémunération des dirigeants : mythes et recommandations », *Gestion*, Vol. 33, n° 3, p. 25-40.

ST-ONGE S. et MAGNAN M. (2013), « Les femmes au sein des conseils d'administration : bilan des connaissances et voies de recherche futures », *Finance Contrôle Stratégie*, Vol. 16, n° 1, p. 2-21.

WADE J.B., PORAC J.F., POLLOCK T.G. et GRAFFIN S.D. (2008), "Star CEOs : Benefit or burden ?", *Organizational Dynamics*, Vol. 37, n° 2, p. 203-210.

WEISBACH M.S. (1988), "Outside directors and CEO turnover", *Journal of Financial Economics*, Vol. 20, p. 431-460.

WIRTZ P. (2008), *Les meilleures pratiques de gouvernance d'entreprise*, Découverte, Paris.