

FARGO - Centre de recherche en Finance, ARchitecture
et Gouvernance des Organisations (LEG- Université de Bourgogne)

Cahier du FARGO n° 1040603

LES DETERMINANTS DE LA "QUALITE" DES CONSEILS D'ADMINISTRATION FRANÇAIS

Laurence GODARD et Alain SCHATT*

Université de Franche-Comté

LEG/FARGO Dijon

Résumé.

Dans cet article, nous vérifions si la "qualité" des conseils d'administration dépend de la structure de propriété et de la politique financière des grandes sociétés cotées en bourse, caractérisées par une séparation de la décision (*control*) et du contrôle (*ownership*). En nous basant sur la théorie de l'agence, nous considérons que les conseils sont de meilleure qualité lorsqu'ils comprennent une fraction élevée d'administrateurs indépendants et/ou lorsque les fonctions de direction générale et de présidence du conseil sont dissociées. Pour les 85 sociétés cotées en bourse de notre échantillon, nous confirmons notamment que la qualité des conseils croît avec la fraction d'actions détenues par le public.

Mots-clés.

Conseil d'administration – Membres indépendants – Dissociation des fonctions – Structure de propriété – Politique financière.

Coordonnées.

Laurence GODARD et Alain SCHATT

UFR SJEFG

Avenue de l'observatoire

25030 Besançon cedex

laurence.godard@univ-fcomte.fr

alain.schatt@univ-fcomte.fr

* Les auteurs remercient le professeur Charreaux pour ses remarques et suggestions, mais ils assument bien évidemment seuls les imperfections de ce travail.

LES DETERMINANTS DE LA "QUALITE" DES CONSEILS D'ADMINISTRATION FRANÇAIS

I. INTRODUCTION

Au cours des dernières années, divers auteurs ont avancé que la protection des intérêts des actionnaires minoritaires (du public) est une condition nécessaire au bon fonctionnement du marché financier (La Porta et al., 2000) et, par conséquent, au développement économique des nations. Si divers mécanismes disciplinaires (internes ou externes, intentionnels ou non) sont censés protéger les intérêts du public contre les abus, d'une part, des dirigeants dans les entreprises à capital dilué, d'autre part, des actionnaires de contrôle dans les entreprises à capital concentré, il est cependant généralement admis que le conseil d'administration (désormais CA) occupe une place privilégiée parmi l'ensemble de ces mécanismes (Fama et Jensen, 1983 ; Charreaux, 2000).

A la fin des années 80, les CA des sociétés cotées en bourse ont fait l'objet de nombreuses critiques. Jensen (1993) a notamment avancé qu'ils n'ont pas assumé pleinement leur rôle disciplinaire dans les entreprises américaines. Les deux principales causes de dysfonctionnement discutées par cet auteur portent sur la présence d'une fraction trop faible d'administrateurs indépendants au sein du conseil, ainsi que sur le cumul des fonctions de direction générale et de président du conseil d'administration dans de nombreuses entreprises. L'introduction de l'ouvrage de Charreaux et Pitol-Belin (1990) traduit parfaitement l'image négative de l'époque : *« L'image caricaturale du CA français, entretenue par une certaine presse, le représente comme un organe inactif et inefficace, comme une chambre d'enregistrement. Les administrateurs sont le plus souvent décrits comme des retraités, se cooptant au sein de l'establishment. Leur principal souci serait de toucher des jetons de présence et non de rechercher une amélioration de la performance de l'entreprise »* (page 1).

Les critiques récurrentes sur les dysfonctionnements du CA ont amené divers organismes à publier des guides de « bonnes pratiques » en matière de gouvernance des entreprises, tant aux Etats-Unis que dans d'autres pays à travers le monde. Ces guides proposent, entre autres, des recommandations sur une composition du CA plus conforme aux intérêts des actionnaires. Généralement, il est suggéré que des conseils de « qualité » devraient comprendre une fraction importante d'administrateurs indépendants et qu'il ne devrait pas exister de cumul des fonctions de direction générale et de présidence du CA.

En France, les principes de "bonne gouvernance" figurent dans les rapports Viénot (1995, 1999) et Bouton (2002). Ils ont été élaborés par des groupes de travail réunissant des présidents de sociétés cotées françaises, à la demande de l'AFEP et du MEDEF. Dans un document de synthèse, publié en octobre 2003 par ces deux organisations, retraçant les principes issus de la consolidation des trois rapports, il est rappelé que ces rapports résultent « *dans les trois cas, d'une initiative des entreprises elles-mêmes soucieuses de préciser certains principes de bon fonctionnement et de transparence propres à améliorer leur gestion et leur image auprès des investisseurs et du public* » (page 4).

Dans un travail récent, Godard et Schatt (2004) ont montré que les caractéristiques et le fonctionnement des CA des entreprises françaises ont connu des évolutions significatives depuis la publication de ces rapports, bien qu'ils ne présentent pas un caractère obligatoire. En particulier, pour l'année 2002, ils constatent que les CA de 97 sociétés françaises cotées en bourse comprennent en moyenne 41% d'administrateurs indépendants, sachant que ces administrateurs sont majoritaires dans environ un tiers des cas, et que dans 39% des entreprises de leur échantillon les fonctions de direction générale et de présidence du conseil sont désormais dissociées. Par ailleurs, il apparaît que de nombreux comités spécialisés (comités d'audit, de rémunération, etc.), en charge de la préparation des réunions du conseil, ont été créés au cours des dernières années.

En raison du caractère descriptif de leur étude, ces auteurs n'expliquent cependant pas pourquoi certaines entreprises ont cherché à mettre en œuvre (rapidement) les recommandations des rapports Viénot et Bouton, alors que d'autres n'ont pas procédé à des modifications des caractéristiques de leur CA. Ce travail tente d'apporter des éléments de réponse à cette question. Autrement dit, nous étudions les déterminants de la composition des CA français en 2002. En nous basant sur la théorie de l'agence, nous cherchons notamment à vérifier si la structure de propriété ainsi que la politique financière des entreprises permettent d'expliquer pourquoi certains CA comprennent une fraction plus élevée d'administrateurs indépendants et/ou pourquoi les fonctions de décision (direction générale) et de contrôle (présidence du CA) sont dissociées dans certaines entreprises.

Ce travail est structuré de la manière suivante. Dans la seconde section, nous développons notre cadre d'analyse et présentons nos hypothèses. La méthode d'investigation est présentée dans une troisième section. Les résultats sont exposés et discutés dans une quatrième section. Enfin, dans une dernière section, nous concluons.

2. CADRE D'ANALYSE ET HYPOTHESES

Conformément à Charreaux (2000), il est possible de distinguer deux principales fonctions du CA : une fonction disciplinaire, qui consiste à protéger les intérêts des actionnaires minoritaires (ou les autres partenaires de l'entreprise) contre les abus des dirigeants ou des actionnaires de contrôle, et une fonction stratégique : les membres du CA mettent à disposition des dirigeants leurs connaissances, leurs compétences et leurs réseaux pour faciliter la création de richesse. L'optique disciplinaire s'est notamment développée suite à la publication des travaux de Jensen et Meckling (1976), Fama (1980), Fama et Jensen (1983 a,b) et Jensen (1993). Ces auteurs considèrent que le CA est un organe de contrôle capable d'aligner les intérêts des dirigeants sur ceux des actionnaires. Autrement dit, le CA est susceptible de réduire (voire d'éliminer) les coûts d'agence résultant d'une séparation de la propriété et de la décision, sachant que d'autres mécanismes de discipline (le marché des prises de contrôle, le marché des biens et services, etc.) permettent également de surveiller et de sanctionner les dirigeants qui seraient tentés de maximiser leur propre bien-être.

Pour ces auteurs, l'efficacité du CA dépend essentiellement de sa composition, et notamment de son degré d'indépendance par rapport à la direction générale. Les administrateurs indépendants interviennent dans les décisions qui impliquent de sérieux problèmes d'agence entre les actionnaires et les dirigeants telles que la fixation de la rémunération de ces derniers ou leur remplacement. Pour Fama et Jensen (1983), c'est la volonté de développer une réputation d'expert dans le contrôle des décisions qui motive les administrateurs indépendants et qui les incite à protéger les intérêts des actionnaires minoritaires.

Diverses recherches tendent d'ailleurs à démontrer que la composition du CA détermine en grande partie son efficacité dans l'accomplissement des rôles qui lui sont assignés (Godard et Schatt, 2000). Il apparaît par exemple que les administrateurs indépendants protègent mieux, dans certains cas, les intérêts des actionnaires (Shivdasani, 1993 ; Lee, Rosenstein, Rangan et Davidson, 1992 ; Byrd et Hickman, 1992). Cela étant, la préoccupation principale des études empiriques, essentiellement américaines, est de vérifier la validité de la relation entre la présence d'administrateurs externes (ou indépendants) au CA et la performance de la firme. Si certains travaux montrent que le degré d'indépendance influe positivement sur la performance de la firme (Baysinger et Butler, 1985 ; Rosenstein et Wyatt, 1990 ; Pearce et Zahra, 1992), d'autres études comportent des résultats non concluants (pour la France, voir par exemple Charreaux, 1991).

Si la composition du CA est susceptible d'affecter la performance des entreprises, il est cependant tout à fait possible d'inverser la causalité : la performance des entreprises a une influence sur la composition du CA. D'ailleurs, plusieurs études concluent que les firmes qui enregistrent une mauvaise performance ont tendance à ajouter des administrateurs indépendants (Pearce et Zahra, 1992 ; Hermalin et Weisbach, 1988 ; Kaplan et Minton, 1994). L'indépendance du CA semble également étroitement liée au mode d'exercice des fonctions de direction, c'est-à-dire au fait qu'il existe ou non une situation de cumul des fonctions de présidence du CA et de direction générale. De nombreux auteurs, représentant principalement la théorie de l'agence, ont affirmé que l'incapacité des conseils d'administration à exercer leur rôle de contrôle provient de leur domination par les dirigeants.

En 1993, Jensen, intégrant les deux aspects, a insisté sur l'inefficacité des CA caractérisés par la présence d'un faible nombre d'administrateurs indépendants et par le cumul des fonctions de directeur général et de président du CA. Pour cet auteur, de tels CA sont incapables de protéger les intérêts des actionnaires, puisqu'ils sont incapables de discipliner efficacement les dirigeants. Ces derniers disposent dans ce cas d'une importante latitude pour initier et mettre en œuvre des projets qui leur sont directement profitables. Autrement dit, dans l'optique disciplinaire, un CA de « qualité élevée » est caractérisé par une fraction élevée d'administrateurs indépendants et par la séparation des fonctions de direction générale et de présidence du CA. A l'inverse, un conseil de « faible qualité » est composé de nombreux administrateurs internes ou externes mais affiliés aux dirigeants (en relation d'affaires avec l'entreprise par exemple) et présidé par une personne en charge de la direction générale de l'entreprise.

En nous basant sur la théorie de l'agence, nous dérivons trois principales hypothèses sur la composition du CA. Premièrement, nous avançons que la composition du CA devrait être liée à la structure de propriété des entreprises. Dans la mesure où les conflits d'intérêts latents entre les dirigeants et les actionnaires sont plus importants dans les entreprises à capital dilué, nous anticipons que la « qualité » des CA devrait être plus élevée dans des entreprises où le public détient une fraction plus élevée d'actions. En effet, conformément à l'analyse proposée par Jensen et Meckling (1976), les dirigeants doivent se dédouaner quand leurs incitations sont faibles (quand l'actionnariat est plus fortement dilué). Nous formulons donc la première hypothèse suivante, en référence à l'aspect disciplinaire du CA:

H1 : La « qualité » du conseil d'administration croît avec la fraction d'actions détenues par le public.

Les études sur la structure de propriété des entreprises françaises ont permis de mettre en évidence qu'un ou plusieurs actionnaires détiennent généralement des blocs de contrôle, et que le nombre d'entreprises managériales, à capital dilué, est relativement faible (Faccio et Lang, 2002 ; Broye et Schatt, 2003). Pour expliquer la composition des CA français, il est donc indispensable de prendre en compte le contexte économique et institutionnel. Plus précisément, il est nécessaire de considérer, à l'instar de Charreaux et Pitol-Belin (1985), trois types d'entreprises : les entreprises managériales, les entreprises familiales et les entreprises contrôlées par d'autres organisations (par une autre entreprise, par l'Etat, etc.).

L'identité de l'actionnaire contrôlant peut avoir de l'importance parce que les incitations de l'actionnaire de contrôle sont différentes (Shleifer et Vishny, 1997). En effet, diverses études ont montré que tous les actionnaires ne poursuivent pas les mêmes objectifs et ne mettent pas en œuvre les mêmes moyens pour atteindre leurs objectifs. Que ce soit dans les entreprises détenues par l'Etat, dans une entreprise dont le capital est détenu par une entreprise cliente ou fournisseur, ou dans une entreprise familiale, les choix de la direction ont pour objet de répondre aux attentes différentes de l'actionnaire de contrôle correspondant.

Ainsi, nous anticipons que la « qualité » du CA est plus faible lorsque le détenteur de bloc est une famille puisque les incitations à contrôler les dirigeants sont fortes. D'ailleurs, le dirigeant est généralement un membre de la famille. L'actionnariat familial se substitue alors au CA pour veiller à ce que les décisions prises par les dirigeants créent de la valeur pour les actionnaires. En revanche, lorsque le détenteur de bloc n'est pas une famille, les incitations à créer de la valeur pour les actionnaires sont plus faibles. Il existe un véritable risque de transfert de richesse des actionnaires minoritaires vers l'actionnaire de contrôle (par exemple, via une modification des prix de vente des fournisseurs aux clients, etc.) et, dans ce cas, la qualité du CA doit être plus élevée. Dans le cas français, les résultats obtenus par Charreaux et Pitol-Belin (1990) apparaissent globalement conformes à cette argumentation. Nous posons donc la seconde hypothèse suivante.

H2 : La « qualité » du CA est plus faible dans les entreprises familiales.

Si la structure de propriété peut influencer la composition du CA, il en va de même de la politique financière des entreprises. La politique d'endettement ainsi que la politique de dividendes peuvent se substituer au CA pour discipliner les dirigeants (Jensen, 1986). En effet, en augmentant les versements aux créanciers (politique d'endettement) et aux actionnaires (politique de dividendes), les dirigeants accroissent le risque de défaillance de

l'entreprise et, par conséquent, le risque de perte de leur propre emploi. Cette situation les conduit naturellement à aligner leurs intérêts sur ceux des actionnaires, en redoublant d'efforts et à sélectionner des projets qui créent de la valeur pour éviter la faillite. Par ailleurs, en procédant à des versements plus importants, les dirigeants acceptent de se soumettre à la discipline du marché financier s'ils souhaitent développer de nouveaux projets. Pour Jensen (1986), l'adoption d'une politique financière agressive s'avère d'autant plus nécessaire que l'entreprise dispose d'un *free cash flow* important, c'est-à-dire qu'elle évolue dans un secteur d'activité à maturité, où le risque de surinvestissement est réel.

Dans leur étude portant sur 261 entreprises américaines, Bathala et Rao (1995) confirment cette idée. Ils trouvent en effet que la fraction d'administrateurs externes, qui est une mesure de la « qualité » du CA dans l'optique disciplinaire, est plus élevée quand l'endettement (dettes à long terme rapportées aux capitaux permanents) et le versement de dividendes sont plus faibles (pourcentage de bénéfice versé sous forme de dividendes). Ainsi, nous avançons la troisième hypothèse suivante :

H3 : Lorsque la politique financière est plus « agressive » (c'est-à-dire lorsque l'endettement est plus élevé ou les dividendes supérieurs), alors la « qualité » du CA est plus faible.

3. METHODE D'INVESTIGATION.

3.1. L'échantillon.

Pour tester nos hypothèses, nous avons analysé les rapports annuels de l'exercice 2002 des entreprises appartenant à l'indice SBF120 : il s'agit des 120 entreprises cotées en France ayant la plus importante capitalisation boursière. Parmi ces entreprises, nous éliminons les entreprises étrangères ainsi que les entreprises françaises évoluant dans le secteur financier (banque, assurance, etc.). L'échantillon final comprend 85 entreprises, dont les principales caractéristiques figurent dans le tableau 1.

Le chiffre d'affaires moyen excède 11 milliards d'euros, et le montant total de l'actif net est proche de 15 milliards d'euros. Il existe cependant de fortes disparités, puisque le chiffre d'affaires et le total de l'actif médians s'élèvent respectivement à 3,5 milliards et à 4,7 milliards d'euros en 2002.

Tableau 1.**Caractéristiques des 85 entreprises de notre échantillon.**

Les variables sont définies ainsi : PUBLIC est la fraction d'actions détenues par le public, c'est-à-dire par tous les actionnaires ne détenant pas au moins 5% des actions de l'entreprise ; ENDET est l'endettement des entreprises à la fin de l'année 2001, égal aux dettes financières divisées par les capitaux propres ; VARCA est la croissance du chiffre d'affaires entre 1999 et 2001 ; TAILCA est la taille du CA, exprimée en nombre d'administrateurs ; INDEP est la fraction d'administrateurs indépendants (les calculs ne portent dans ce cas que sur les 66 entreprises ayant fourni les informations correspondantes dans leur rapport annuel 2002).

	Moyenne	Médiane	Ecart-type
Chiffre d'Affaires (en millions d'euros)	11102	3546	17278
Total Actif Net (en millions d'euros)	14925	4709	25616
INDEP	41,29%	39,23%	21,84%
PUBLIC	64,88%	66,40%	24,09%
ENDET	86,33%	76,40%	63,84%
VARCA	68,29%	40,58%	99,46%
TAILCA	10,6	11,0	4,0

3.2. Les variables.**3.2.1. La « qualité » du conseil d'administration.**

La « qualité » disciplinaire du CA est appréhendée à l'aide de trois variables : la fraction d'administrateurs indépendants, la dissociation des fonctions de décision et de contrôle, et enfin une mesure agrégée, qui intègre les deux aspects (présence d'une fraction élevée d'administrateurs indépendants et dissociation des fonctions).

- *La fraction d'administrateurs indépendants (INDEP et INDEPMAJ).*

Conformément aux prédictions de la théorie de l'agence, la « qualité » du CA devrait croître avec le pourcentage d'administrateurs indépendants. Selon la théorie de l'agence, les administrateurs externes sont objectifs et indépendants. Ainsi, les études sur la composition du CA reposent fréquemment sur la distinction entre administrateurs internes et administrateurs externes, mais il est préférable de retenir une classification en fonction de l'affiliation des administrateurs et des fonctions qu'ils accomplissent (Baysinger et Butler, 1985). On distingue alors, d'une part, les administrateurs internes (affiliés) qui regroupent les dirigeants, les employés à retraite, les salariés actuels, les responsables de filiales etc. D'autre part, les administrateurs externes sont soit affiliés soit non affiliés. Les non affiliés sont des dirigeants d'autres firmes qui n'ont pas de relations économiques avec la firme en question,

des administrateurs publics, des administrateurs professionnels, des investisseurs privés ; ils remplissent le rôle des administrateurs externes prévu dans la théorie de l'agence. Enfin, les administrateurs externes affiliés sont des juristes, des conseillers, des banquiers etc., qui sont en relation d'affaires avec l'entreprise. Puisque la plupart des entreprises françaises fournissent désormais des indications sur l'indépendance des administrateurs dans leur rapport annuel, en se basant généralement sur la définition proposée dans le rapport Bouton¹, nous calculons le pourcentage d'indépendants (INDEP) à partir de ces informations.

Les résultats fournis dans la partie 2 du tableau 1 montrent qu'en moyenne 41,29% (la médiane est égale à 39,23%) des administrateurs sont indépendants. Il faut noter que ce résultat ne porte que sur 66 entreprises de notre échantillon, puisque 19 entreprises n'ont pas fourni d'indications dans leur rapport annuel. Celles-ci sont supposées avoir un CA de « faible qualité », puisqu'elles ne respectent pas le principe de transparence souhaité par les actionnaires minoritaires. Sur les 85 entreprises, nous constatons que les indépendants sont majoritaires, c'est-à-dire qu'ils occupent une majorité des sièges au CA, dans 23 cas. INDEPMAJ est une variable dichotomique, égale à 1, si les indépendants sont majoritaires, et égale à 0 dans le cas contraire.

- Le cumul des fonctions de décision et de contrôle (CUMUL).

Pour Jensen (1993), le cumul des fonctions de décision (direction générale) et de contrôle (présidence du conseil) ne permet pas au conseil de jouer pleinement son rôle. Ainsi, nous considérons que les conseils ayant opté pour une dissociation des deux fonctions sont des conseils de meilleure qualité. Pour les 85 entreprises de notre échantillon, 32 d'entre elles (soit environ 38% des cas) ont opté pour une dissociation des fonctions, sachant que celle-ci correspond soit à l'adoption de la structure Conseil de surveillance et directoire soit à l'adoption de la forme traditionnelle avec dissociation, autorisée par la loi NRE (2001). Ainsi, dans la majorité des entreprises françaises (53 cas sur 86), une seule personne cumule les fonctions de directeur général et de président du conseil d'administration. CUMUL est une variable dichotomique, égale à 1, si les fonctions de décision et de contrôle sont dissociées, et égale à 0 dans le cas contraire.

¹ Dans le rapport Viénot I, un administrateur indépendant ne doit pas être (1) un salarié, le président ou le directeur général de la société ou d'une société de son groupe (-), ou doit avoir cessé de l'être depuis au moins trois ans; (2) un actionnaire important de la société ou d'une société de son groupe ; (3) lié de quelque manière que ce soit à un partenaire significatif et habituel, commercial ou financier, de la société ou des sociétés de son groupe. Le rapport Bouton a affiné cette définition en définissant six critères précis pour qualifier l'indépendance d'un administrateur lui permettant l'exercice de sa liberté de jugement.

- La « qualité globale » des conseils (*QUALITE*).

Une troisième variable est retenue pour appréhender la qualité des CA français. *QUALITE* est une variable dichotomique, égale à 1, si la qualité du CA est élevée et égale à 0 dans le cas contraire. Elle comprend à la fois la fraction d'administrateurs indépendants et la dissociation des fonctions de décision et de contrôle. En croisant ces deux aspects, nous constatons que dans 38 entreprises, les fonctions de décision et de contrôle ne sont pas dissociées et qu'il y a moins de 50% d'administrateurs indépendants. Il s'agit des entreprises qui ont des conseils de faible « qualité », c'est-à-dire des entreprises qui n'ont pas encore (à la fin de l'année 2002) adapté la composition de leur conseil aux exigences des investisseurs. Dans les 47 autres entreprises, il y a une majorité d'administrateurs indépendants et/ou une dissociation des fonctions. Il s'agit des conseils de « qualité » élevée.

3.2.2. Les variables explicatives.

- La fraction d'actions détenues par le public (*PUBLIC*).

Nous supposons que le CA est de meilleure « qualité » quand l'actionnariat est plus dilué. Nous considérons que la dilution de l'actionnariat peut être mesurée, très simplement, en retenant la fraction d'actions détenues par le public, à partir des informations fournies dans les rapports annuels. Lorsque cette fraction d'actions augmente, l'actionnariat est plus dilué. Nos calculs font ressortir une fraction moyenne proche de 64,88%. Ces résultats apparaissent assez éloignés de ceux fournis par Faccio et Lang (2002) et par Broye et Schatt (2003), qui trouvent un actionnariat significativement plus concentré. La principale différence avec ces deux études réside dans la prise en compte dans notre échantillon de 85 des plus grandes entreprises françaises, pour lesquelles l'actionnariat est significativement plus dilué que celui d'entreprises plus petites (généralement des entreprises familiales) qui sont prises en compte dans les deux études citées.

Lors de la collecte des données dans les rapports annuels, nous avons constaté un manque d'homogénéité dans la présentation de l'actionnariat par les entreprises. Si les entreprises indiquent généralement la fraction d'actions détenues par les actionnaires détenant plus de 5% d'actions – les actions détenues par le public regroupent alors tous les actionnaires ne possédant pas au moins 5% des actions –, il arrive fréquemment que des entreprises fournissent des indications sur la fraction d'actions possédée par des actionnaires détenant

moins de 5% des actions, notamment parce que les statuts de ces entreprises obligent les actionnaires à déclarer le franchissement d'un seuil inférieur à 5% (par exemple 1%, 2% ou 3%) - les actions détenues par le public comprennent alors tous les actionnaires possédant moins que ce seuil. Pour homogénéiser les données sur la structure de propriété des entreprises, nous recalculons la fraction d'actions détenues par le public, qui est égale aux actions détenues par tous les actionnaires détenant moins de 5% des actions de l'entreprise. Ce reclassement, dont les résultats sont fournis dans le tableau 2, conduit à retenir un actionnariat légèrement plus dilué que celui indiqué dans les rapports annuels des entreprises.

- L'identité des actionnaires de contrôle (FAMIL10 et FAMIL20).

Pour vérifier si le CA est de moins bonne « qualité » dans les entreprises familiales, nous définissons ces dernières comme les entreprises dans lesquelles une personne physique ou une famille, lorsqu'il s'agit du principal actionnaire, détient au moins 10% des actions de l'entreprise. Au total, 24 entreprises peuvent alors être considérées comme appartenant à ce groupe. Les 61 autres entreprises sont donc des entreprises non familiales. Pour vérifier si nos résultats sont sensibles à la classification proposée, nous considérons également que les entreprises familiales sont celles dans lesquelles le principal actionnaire détient au moins 20% des actions. Dans ce cas, seulement 16 entreprises sont classées comme étant des entreprises familiales. Les variables FAMIL10 et FAMIL20 sont des variables dichotomiques égales à 1 si l'entreprise est familiale (selon que le premier actionnaire détient 10% ou 20% des actions), ou égales à 0 dans le cas contraire.

- L'endettement des entreprises (ENDET).

L'endettement des entreprises est intégré parce qu'il s'agit d'un mécanisme disciplinaire qui peut se substituer au CA. Nous anticipons une moindre « qualité » du conseil lorsque les entreprises sont plus endettées. La variable ENDET est mesurée en rapportant les dettes financières aux capitaux propres des entreprises à la fin de l'année 2001. Pour les 85 entreprises de notre échantillon, le ratio moyen s'élève à 86,33%.

- La politique de dividendes (DIV).

Au même titre que l'endettement, la politique de dividende est un autre mécanisme de discipline des dirigeants. Nous anticipons donc que la « qualité » du CA devrait être plus faible dans les entreprises versant plus de dividendes. La politique de dividendes est appréhendée à l'aide d'une variable dichotomique DIV. Elle est égale à 1 si les entreprises ont versé un dividende en 2001, et elle est égale à 0 dans le cas contraire, c'est-à-dire si les entreprises n'ont pas versé de dividendes en 2001. Dans notre échantillon, nous constatons que 65 entreprises ont versé un dividende en 2001.

Nous incluons également plusieurs variables de contrôle : l'appartenance à un secteur d'activité présentant de fortes opportunités de croissance, la croissance des entreprises, et la cotation des entreprises à l'étranger.

- Les opportunités de croissance du secteur d'activité (NTIC).

La protection des actionnaires minoritaires est un problème crucial dans les entreprises à maturité, où il n'existe pas de véritables opportunités de croissance. En effet, selon Jensen (1986), le risque de surinvestissement est important dans de telles entreprises. Les dirigeants peuvent être tentés, soit d'investir dans des capacités de production supplémentaires, soit de se diversifier, plutôt que de reverser les liquidités disponibles aux actionnaires. Ainsi, nous anticipons que la « qualité » du CA devrait être supérieure dans les entreprises à faibles opportunités de croissance. Nous considérons que les entreprises évoluant dans le secteur des nouvelles technologies de l'information et de la communication (NTIC : services informatiques, logiciels, internet) disposent globalement de fortes opportunités de croissance, alors que les entreprises évoluant dans les autres secteurs d'activité (les secteurs traditionnels) disposent d'opportunités plus limitées : 18 entreprises évoluent dans le secteur des NTIC. La variable NTIC est égale à 1 si l'entreprise évolue dans le secteur des NTIC et elle est égale à 0 dans le cas contraire.

- La croissance des entreprises (VARCA).

Dans la mesure où il existe une certaine disparité en matière de croissance entre les différentes entreprises évoluant au sein d'un même secteur d'activité, nous retenons également une variable de croissance des entreprises. VARCA correspond à la variation du chiffre d'affaires entre 1999 et 2001 (sur deux ans). Nous anticipons que les entreprises ayant connu une faible croissance (à maturité) se dotent d'un CA de meilleure qualité, parce que le risque de surinvestissement est plus important. Pour notre échantillon, la variation moyenne s'élève à plus de 68%, sachant que la médiane est égale à 40,58%. En fait, certaines entreprises évoluant dans le secteur Internet ont connu des croissances très importantes, ce qui explique l'écart (assez) significatif entre la moyenne et la médiane.

- La cotation aux Etats-Unis (COTA).

Nous prenons également en compte un aspect institutionnel dans cette étude. Il concerne la cotation des entreprises françaises aux Etats-Unis, au NYSE ou au NASDAQ. Dans la mesure où les investisseurs sont plus sensibles aux problèmes de gouvernement des entreprises aux Etats-Unis, nous anticipons que les entreprises françaises cotées en bourse aux Etats-Unis adoptent un CA de meilleure qualité, pour répondre aux exigences des investisseurs. Au total, 22 sont cotées aux Etats-Unis.

- La taille des CA (TAILCA).

Enfin, nous intégrons une dernière variable de contrôle : la taille du CA. Nous constatons que les CA de notre échantillon sont composés d'environ 11 membres. La taille peut se révéler importante, parce qu'une grande complexité entraîne un besoin de contrôle plus important (Fama et Jensen, 1983). Ainsi, nous anticipons que la "qualité" du conseil croît avec la taille du conseil.

4. RESULTATS.

4.1. Les résultats de l'analyse bivariée.

Afin de vérifier nos hypothèses sur l'incidence de la structure de propriété et de la politique financière des entreprises sur la « qualité » du CA, nous analysons dans un premier temps les corrélations entre nos différentes variables.

4.1.1. « Qualité » du CA et structure de propriété.

Les résultats fournis dans la matrice de corrélations (cf annexe) confirment partiellement nos hypothèses. Il apparaît que les membres indépendants sont majoritaires dans les CA lorsque, d'une part, le capital est plus fortement dilué (H1) et, d'autre part, dans les entreprises non familiales (quelle que soit la classification retenue) (H2).

Cependant, lorsque la « qualité » du CA est appréhendée à l'aide de la dissociation des fonctions de direction générale et de présidence du CA, aucun lien significatif n'est détecté avec la structure de propriété. Il est possible que les responsables d'entreprises accordent moins d'importance à cet aspect du CA, comparativement au problème de la présence d'une fraction élevée d'administrateurs indépendants. Ces derniers sont en effet capables de contrôler efficacement les dirigeants et de procéder à leur remplacement, si les circonstances l'exigent, même si ces derniers cumulent les deux fonctions de décision et de contrôle.

Enfin, la « qualité » globale des CA apparaît plus faible lorsque l'actionnariat est moins dilué. Autrement dit, lorsqu'il existe des détenteurs de blocs de contrôle, qu'il s'agisse d'une famille ou d'autres sociétés, nous constatons que les CA ne disposent pas d'une majorité d'administrateurs indépendants et ne dissocient pas les fonctions de décision et de contrôle. En revanche, lorsque le public détient une fraction plus élevée d'actions, alors la « qualité » des CA augmente : il y a une séparation des fonctions et/ou une majorité d'administrateurs indépendants. Ce résultat confirme notre hypothèse H1.

4.1.2. « Qualité » du CA et autres variables.

Parmi l'ensemble des variables de contrôle retenues, une seule influence significativement la qualité du CA. Il s'agit de la cotation des entreprises aux Etats-Unis (au NYSE ou au NASDAQ). Conformément à nos anticipations, la qualité des CA appréhendée

par l'indépendance des administrateurs est significativement supérieure lorsque les entreprises sont cotées en bourse aux Etats-Unis. La pression institutionnelle qui s'exerce sur ces dernières les conduit à composer différemment leur conseil. Cependant, si la présence d'administrateurs indépendants est significativement plus élevée, la cotation aux Etats-Unis n'influence pas le cumul des fonctions de décision et de contrôle.

Bien que plusieurs variables ne semblent pas avoir d'incidence sur la qualité du CA, deux résultats conformes à nos anticipations méritent d'être signalés. Premièrement, la qualité du CA baisse avec l'endettement, mais la relation n'est significative que dans le cas où la qualité est appréhendée par la présence d'une majorité d'administrateurs indépendants dans les CA. Deuxièmement, la fraction d'administrateurs indépendants est significativement plus faible lorsque les entreprises évoluent dans le secteur des NTIC, où les opportunités de croissance sont globalement importantes comparativement à celles des autres secteurs d'activité (traditionnels). Ce résultat est conforme à nos prédictions : la qualité du CA est supérieure dans les secteurs plus matures, où le risque de surinvestissement est plus prononcé.

4.2. Les résultats de l'analyse multivariée.

L'analyse multivariée nous permet de confirmer les résultats commentés précédemment. Dans la mesure où certaines variables explicatives sont corrélées entre elles, mais que la valeur des coefficients de corrélation reste relativement faible (inférieurs à 40%), les problèmes de multicollinéarité ne remettent pas en cause nos résultats obtenus avec les différentes régressions.

4.2.1. La présence d'une majorité d'administrateurs indépendants.

Les résultats des régressions présentés dans le tableau 2, relatifs à la présence d'une majorité d'administrateurs indépendants au sein des CA, permettent de confirmer l'importance de la structure de propriété comme déterminant de la qualité des CA.

Les trois premiers modèles testés (I, II, III) permettent de distinguer les CA comprenant une majorité d'administrateurs indépendants (INDEPMAJ) des autres CA¹. Les régressions logistiques montrent que la qualité du CA croît significativement avec la fraction d'actions détenues par le public. Notre première hypothèse est donc confirmée.

Puisque les deux mesures retenues pour appréhender le caractère familial des entreprises sont assez fortement corrélées, nous effectuons une régression distincte pour chacune des deux mesures (I et II). Une troisième régression n'intégrant pas de variable relative aux « entreprises familiales » est également testée, afin de voir comment les résultats sont affectés lorsqu'on n'incorpore pas simultanément les deux variables (corrélées) de structure de propriété.

Nous constatons que la façon de caractériser l'entreprise familiale - détention par le principal actionnaire d'au moins 10% des actions ou d'au moins 20% des actions - affecte les résultats. La qualité des CA est moindre dans les entreprises familiales si le principal actionnaire détient au moins 10% du capital (modèle I), ce qui confirme notre seconde hypothèse. En revanche, lorsque l'on ne considère comme familiales que les entreprises où le principal actionnaire détient au moins 20% des actions de l'entreprise (modèle II), alors il n'y a pas d'influence significative de cet aspect de la structure de propriété des entreprises sur la qualité des CA. Mais dans ce cas, on constate alors que la variable d'endettement devient significative. Il semble donc que le contrôle par l'endettement se substitue à celui par un bloc de contrôle détenu par une famille dans des entreprises faiblement contrôlées - c'est-à-dire lorsque le principal actionnaire détient au moins 20% des actions. Si l'on n'intègre pas de variable relative à l'entreprise familiale, on constate d'une part que ni la qualité du modèle testé (85% des entreprises sont bien classées), ni la valeur des coefficients des autres variables ne sont affectées de façon significative, d'autre part, que le contrôle par l'endettement se substitue effectivement au contrôle par la détention d'un bloc de contrôle par une famille.

Les trois modèles suivants (IV, V, VI) figurant dans le tableau 2 ont pour objet de comprendre quels sont les déterminants du pourcentage de membres indépendants (INDEP) siégeant dans les CA ; la variable expliquée dichotomique est remplacée par une variable continue. Les trois régressions linéaires, qui ne portent que sur 66 entreprises pour lesquelles les entreprises ont indiqué dans leur rapport annuel le pourcentage d'administrateurs indépendants, confirment partiellement les résultats précédents.

¹ Nous avons également intégré une variable de taille de l'entreprise (Total du bilan), qui est corrélée avec la plupart des autres variables retenues dans nos modèles. Dans la mesure où les résultats ne sont pas du tout affectés par l'intégration de la taille, qui n'est pas significative, nous ne présentons pas les résultats obtenus avec cette variable, pour des raisons d'encombrement.

En effet, le pourcentage de membres indépendants croît avec la fraction d'actions détenues par le public et décroît avec la présence d'un actionnariat familial détenant au moins 10% ou 20% des actions. Ainsi, la structure de propriété influence significativement la composition du CA et en particulier, la présence de membres indépendants.

Tableau 2
Résultats des régressions relatifs à la présence d'administrateurs indépendants
au sein des conseils d'administration

Les variables expliquées sont les suivantes. Dans les trois premiers modèles, testés à l'aide de régressions logistiques, nous utilisons INDEPMAJ. Elle est égale 1 s'il y a au moins 50% d'administrateurs indépendants identifiés par les entreprises dans les rapports annuels 2002 des entreprises et égale à 0 sinon. Dans les trois derniers modèles, testés à l'aide de régressions linéaires, nous utilisons INDEP. Elle correspond au pourcentage d'administrateurs indépendants identifiés dans les rapports annuels 2002.

Pour chaque variable, la première ligne indique la valeur du coefficient estimé, et la seconde ligne indique la valeur du test (test de Wald dans les modèles I, II, III et test de Student dans les modèles IV, V, VI). *, **, *** indiquent respectivement que le test est significatif au seuil de 1%, 5% et 10%.

Modèle	I	II	III	IV	V	VI
PUBLIC	7,672 11,655 ***	7,455 10,799 ***	8,900 15,279 ***	0,409 4,561 ***	0,388 4,066 ***	0,447 4,656 ***
FAMIL10	-3,022 3,828 **			-0,170 -3,284 ***		
FAMIL20		-8,382 0,048			-0,142 -2,405**	
ENDET	-0,999 1,913	-1,315 3,374 *	-1,316 3,312 ***	-0,051 -1,389	-0,070 -1,863 *	-0,067 -1,717 *
DIV	1,449 1,406	0,519 0,250	0,748 0,539	0,061 1,046	0,036 0,597	0,023 0,369
NTIC	-0,369 0,112	-0,817 0,693	-1,164 1,550	-0,131 -2,111 **	-0,168 -2,677 ***	-0,187 -2,895 ***
VARCA	0,255 0,42	-0,148 0,179	-0,016 0,002	0,033 1,366	0,010 0,401	0,015 0,594
COTA	1,191 1,731	1,365 2,410	1,348 2,470	0,062 1,207	0,089 1,686 *	0,085 1,555
TAILCA	-0,376 5,051 **	-0,318 4,706 **	-0,305 4,171 **	-0,014 -2,065 **	-0,015 -2,032 **	-0,012 -1,564
Constante	-2,987 2,004	-2,454 1,280	-4,117 4,363 **	0,325 3,317 ***	0,373 3,463 ***	0,282 2,688 ***
Chi-deux	47,798	45,492	41,892			
P	0,000	0,000	0,000			
Classement	84,71%	84,71%	84,71%			
r ²				0,502	0,462	0,407
F				7,169	6,115	5,692
P				0,000	0,000	0,000
N	85	85	85	66	66	66

Par ailleurs, l'endettement ainsi que la taille du CA sont également significatifs dans ces régressions linéaires et permettent d'expliquer la présence d'une fraction plus élevée d'administrateurs indépendants. La principale différence avec les trois premiers modèles testés provient de la variable NTIC. Nous constatons que la fraction d'administrateurs indépendants est plus élevée lorsque les entreprises évoluent dans des secteurs d'activité traditionnels, ce qui est conforme à nos prédictions, même si l'appartenance à un secteur d'activité traditionnel n'implique pas nécessairement la présence d'une majorité d'administrateurs indépendants au sein des CA (modèles I, II, III).

4.2.2. La dissociation des fonctions de décision et de contrôle.

Les résultats des trois premières régressions logistiques (modèles VII, VIII, IX), figurant dans le tableau 3, sont relatifs à une autre mesure de la « qualité » des CA. Il s'agit de la dissociation des fonctions de décision et de contrôle.

Nous constatons que, ni la structure de propriété des entreprises, ni la politique financière (politique d'endettement et politique de dividende), ni les autres variables de contrôle retenues ne permettent d'expliquer la dissociation des fonctions. Par ailleurs, comparativement aux trois premiers modèles testés dans le tableau 2, relatifs à la présence d'une majorité d'administrateurs indépendants dans les CA, nous constatons que la qualité des modèles est fortement réduite. Moins de deux tiers des entreprises sont bien classées par notre modèle. Deux principales explications peuvent être avancées.

Premièrement, il est possible que ce second aspect du CA soit jugé moins important par les responsables d'entreprises et par les investisseurs. L'hésitation des rapports Viénot concernant cet aspect peut en témoigner. Ainsi, s'il existe une majorité d'administrateurs indépendants au CA, peu importe que le directeur général occupe également la fonction de président du CA, puisque les indépendants sont suffisamment nombreux pour procéder au remplacement des dirigeants.

Deuxièmement, il n'est pas évident que le cumul des fonctions s'avère satisfaisant pour les investisseurs en raison des nouveaux coûts d'agence entraînés par une séparation des deux fonctions. Godard et Schatt (2000) avaient à ce titre confirmé que les résultats des études empiriques portant sur l'impact du cumul des fonctions sur la performance des entreprises ne permettaient pas de confirmer la supériorité d'une structure sur l'autre.

4.2.3. La « qualité » globale des CA.

Les trois derniers modèles testés (X, XI, XII), figurant dans le tableau 3, sont relatifs à la « qualité » globale des CA. Celle-ci est d'autant plus élevée (majorité d'administrateurs indépendants et/ou dissociation des fonctions de décision et de contrôle) que le public détient une fraction élevée d'actions. En revanche, le fait qu'il s'agisse ou non d'une entreprise familiale ne semble pas influencer la « qualité » globale du CA.

Tableau 3
Résultats des régressions logistiques relatifs à la dissociation des fonctions de décision et de contrôle et à la « qualité » globale des conseils d'administration

Les variables expliquées sont les suivantes. Dans les trois premiers modèles, nous utilisons DISSOC. Elle est égale à 1 s'il y a dissociation des fonctions de direction générale et de présidence du CA et égale à 0 sinon. Dans les trois derniers modèles, nous utilisons QUALGLOB. Elle est égale à 0 s'il n'y a pas une majorité d'administrateurs indépendants identifiés dans les rapports annuels 2002 par les entreprises et s'il n'y a pas dissociation des fonctions de direction générale et de président du CA, et elle est égale à 1 sinon. Pour chaque variable, la première ligne indique la valeur du coefficient estimé, et la seconde ligne indique la valeur du test de Wald. *,**,*** indiquent respectivement que le test est significatif au seuil de 1%, 5% et 10%.

Modèle	VII	VIII	IX	X	XI	XII
PUBLIC	-1,009 0,963	-0,911 0,738	-0,928 0,834	2,155 3,650 *	2,177 3,618 *	2,363 4,532 **
FAMIL10	-0,279 0,235			-0,981 2,630		
FAMIL20		0,035 0,003			-0,411 0,394	
ENDET	-0,344 0,697	-0,355 0,742	-0,356 0,747	-0,598 2,160	-0,634 2,450	-0,617 2,347
DIV	0,547 0,638	0,483 0,520	0,483 0,519	0,332 0,220	0,082 0,014	0,092 0,018
NTIC	-0,569 0,702	-0,659 0,976	-0,653 0,984	-0,942 1,836	-1,141 2,815 *	-1,198 3,147 *
VARCA	0,118 0,182	0,095 0,120	0,094 0,118	-0,138 0,237	-0,237 0,710	-0,217 0,609
COTA	-0,037 0,035	-0,010 0,000	-0,009 0,000	1,248 3,265 *	1,345 3,871 **	1,324 3,775 *
TAILCA	-0,099 1,829	-0,094 1,642	-0,095 1,688	-0,211 5,853 **	-0,192 5,249 **	-0,184 4,957 **
Constante	1,187 1,143	1,065 0,823	1,088 0,996	1,628 1,962	1,510 1,530	1,213 1,160
Chi-deux	5,562	5,329	5,325	21,232	18,893	18,495
p	0,696	0,722	0,620	0,007	0,015	0,010
Classement	65,88%	64,71%	64,71%	68,24%	68,24%	68,24%
N	85	85	85	85	85	85

Outre la dilution de l'actionnariat, deux autres facteurs influencent positivement la qualité des CA : les entreprises cotées en bourse aux Etats-Unis, évoluant dans des secteurs d'activité traditionnels, ont des CA de meilleure qualité. Ces résultats sont conformes à nos prédictions confirment l'idée que les entreprises ajustent la composition de leur CA pour répondre aux attentes des actionnaires.

En revanche, les CA de plus grande taille ont un effet défavorable sur la qualité du conseil. Ce résultat, non conforme à nos attentes, nous incite à conclure que l'accroissement de la taille CA se traduit notamment par l'intégration d'un nombre plus important d'administrateurs non indépendants, ce qui augmente également la probabilité de cumul des fonctions présidence du CA et de direction générale (donc, la qualité globale du CA est plus faible lorsque la taille du CA augmente).

5. CONCLUSION

Au terme de cette étude empirique, portant sur la composition de 85 conseils d'administration de grandes entreprises françaises cotées en bourse, en 2002, nous sommes tentés de conclure que, conformément aux prédictions de la théorie de l'agence, l'existence de conflits d'intérêts latents entre dirigeants et actionnaires permet d'expliquer (au moins partiellement) la composition des CA.

En effet, nous constatons que les CA comprennent une fraction plus élevée d'administrateurs indépendants, ou même une majorité d'administrateurs indépendants, lorsque l'actionnariat des entreprises est plus fortement dilué. Ce résultat est conforme à celui obtenu par Charreaux et Pitol-Belin (1990). Le fait qu'une partie de l'actionnariat soit américain, c'est-à-dire que l'entreprise française soit cotée aux Etats-Unis, accentue cette relation. Par ailleurs, l'existence d'un actionnariat familial ou d'un niveau d'endettement plus important constitue dans certains cas un mécanisme de contrôle de substitution au CA. Autrement dit, les administrateurs indépendants sont moins nombreux lorsque les banquiers (ou les créanciers financiers) ou un actionnariat familial contrôlent plus efficacement les dirigeants.

Le principal résultat non conforme à nos hypothèses porte sur le cumul des fonctions de décision et de contrôle. Aucun facteur n'affecte significativement cet aspect du CA, alors que la dissociation des fonctions est vivement conseillée par de nombreux experts du gouvernement d'entreprise pour veiller efficacement aux intérêts des actionnaires

minoritaires. Des études ultérieures devraient donc s'attacher à expliquer pourquoi certaines entreprises ont opté pour une dissociation des fonctions.

Enfin, des travaux complémentaires devraient se focaliser sur la composition du CA dans une optique stratégique/cognitive, pour tenter de vérifier que les CA n'ont pas qu'un rôle disciplinaire, de contrôle, mais qu'ils participent également à construire les opportunités de croissance de l'entreprise (Charreaux, 2004). La présence d'administrateurs internes ou externes affiliés, disposant de compétences spécifiques peut s'avérer satisfaisante pour les actionnaires, en permettant de sélectionner des projets qui créent plus de valeur pour les actionnaires, même s'ils ne contrôlent pas les dirigeants.

Bibliographie

- Bathala C. et Rao R. (1995), "The determinants of board composition : an agency theory perspective", *Managerial and Decision Economics*, 16, p.59-69.
- Baysinger B.D. et Butler H. (1985), "Corporate governance and the board of directors: performance effects of changes in board composition", *Journal of Law, Economics and Organization*, vol.1, n°1, Fall, p.101-124.
- Broye G. et Schatt A., 2003, "Sous-évaluation à l'introduction et cessions d'actions par les actionnaires d'origine : le cas français ", *Finance Contrôle Stratégie*, 6, 2, p. 67-89.
- Byrd J.W. et Hickman K.A. (1992), "Do outside directors monitor managers?", *Journal of Financial Economics*, vol.32, n°2, p.195-221.
- Charreaux G., 1991, "Structure de propriété, relation d'agence et performance financière", *Revue Economique*, 42, p.521-552.
- Charreaux G., 2000, "Le conseil d'administration dans les théories de la gouvernance", *La Revue du Financier*, 127, p.6-17.
- Charreaux G. et Pitol-Belin J.P. (1990), *Le conseil d'administration*, Vuibert.
- Faccio M. et Lang L. (2002), "The ultimate ownership of Western European corporations", *Journal of Financial Economics*, 65, 365-395.
- Fama E.F. (1980), "Agency Problems and the Theory of the Firm", *Journal of Political Economy*, vol.88, p.288-306.
- Fama E.F. et Jensen M.C (1983a), "Separation of ownership and control", *Journal of Law and Economics*, vol.26, p.301-326.
- Fama E.F. et Jensen M.C., (1983b), "Agency Problems and residual claims", *Journal of Law and Economics*, vol.26, p.327-350

- Godard L. et Schatt A (2000), “Quelles sont les caractéristiques optimales du conseil d’administration ? ”, *La Revue du Financier*, 127, p.36-47.
- Godard L. et Schatt A. (2004), “Caractéristiques et fonctionnement des conseils d’administration français : un état des lieux”, *XXVème Congrès de l’AFC Orléans*.
- Hermalin B.E. et Weisbach M.S (1988), “The determinants of board composition”, *Rand Journal of Economics*, vol.19, n°4, winter, p.589-606.
- Jensen M.C. (1993), “The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems”, *The Journal of Finance*, vol.XLVIII, n°3, p.831-880.
- Jensen M.C. (1986), “Agency costs of free cash flows, corporate 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.
- Kaplan S.N. et Minton B.A. (1994), “Appointments of outsiders to Japanese boards, determinants and implications for managers”, *Journal of Financial Economics*, vol.36, p.225-258.
- La Porta R., F. Lopez-De-Silanes, A. Shleifer, et Vishny R. (2000), “Investor protection and corporate governance”, *Journal of Financial Economics*, 58, 1-2, 3-27.
- Lee C.I., S. Rosenstein, N. Rangan et Davidson W.N. (1992), “Board composition and shareholder wealth: the case of management buyouts”, *Financial Management*, spring.
- Pearce J.A. et Zahra S.A. (1992), “Board composition from a strategic contingency perspective”, *Journal of Management Studies*, 29:4, p.411-438.
- Rapport Bouton (2002), *Pour un meilleur gouvernement des entreprises cotées*, AFEP/AGREF – MEDEF, septembre.
- Rapport Viénot (1995), *Le conseil d'administration des sociétés cotées*, AFEP-CNFP, juillet.
- Rapport Viénot (1999), *Rapport du comité sur le gouvernement d'entreprise*, AFEP-MEDEF, juillet.
- Rosenstein S. et Wyatt J.G. (1990), “Outside directors, board independence, and shareholder wealth”, *Journal of Financial Economics*, vol.26, p.175-191.
- Shivdasani A. (1993), “Board composition, ownership structure, and hostile takeovers”, *Journal of Accounting Economics*, vol.16, p.167-198.
- Shleifer A. et Vishny R.W. (1997), “A survey of Corporate Governance”, *Journal of Finance*, vol.52, p.737-783.

ANNEXE

Matrice de corrélations

Les variables sont définies de la façon suivante. CUMUL est égale 1 si le directeur général est également président du CA et égale à 0 sinon ; INDEP est le pourcentage d'administrateurs indépendants identifiés par les entreprises dans les rapports annuels 2002 ; INDEPMAJ est égale 1 s'il y a au moins 50% d'administrateurs indépendants et égale à 0 sinon ; PUBLIC est la fraction d'actions détenues par le public ; FAMIL10 est égale à 1 si une famille détient au moins 10% des actions et égale à 0 sinon ; FAMIL20 est égale à 1 si une famille détient au moins 20% des actions et égale à 0 sinon ; ENDET est le taux d'endettement de l'entreprise ; DIV est égal à 1 si l'entreprise a versé des dividendes en 2001 et égale à 0 sinon ; NTIC est égale à 1 si l'entreprise évolue dans le secteur des nouvelles technologies d'information et de communication et égale à 0 sinon ; VARCA est le taux de variation du chiffre d'affaires de l'entreprise entre 1999 et 2001 ; COTA est égale à 1 si l'entreprise est cotée en bourse aux Etats-Unis et égale à 0 sinon ; TAILCA est le nombre d'administrateurs siégeant dans les conseils. Pour chaque variable, la première ligne indique la valeur du coefficient de corrélation, et la seconde ligne indique la probabilité associée au test de Pearson (indiquant si le coefficient de corrélation est significative différent de zéro).

	CUMUL	INDEP	INDEPMAJ	QUALITE	PUBLIC	FAMIL10	FAMIL20	ENDET	DIV	NTIC	VARCA	COTA	TAILCA
CUMUL	1,000												
INDEP	0,053	1,000											
	0,671	,											
INDEPMAJ	-0,036	0,771	1,000										
	0,744	0,000	,										
QUALITE	0,699	0,605	0,548	1,000									
	0,000	0,000	0,000	,									
PUBLIC	-0,130	0,520	0,533	0,259	1,000								
	0,236	0,000	0,000	0,017	,								
FAMIL10	-0,002	-0,431	-0,323	-0,225	-0,200	1,000							
	0,986	0,000	0,003	0,039	0,066	,							
FAMIL20	0,061	-0,373	-0,293	-0,112	-0,310	0,768	1,000						
	0,581	0,002	0,006	0,308	0,004	0,000	,						
ENDET	-0,129	-0,113	-0,186	-0,148	0,073	-0,106	-0,124	1,000					
	0,241	0,365	0,088	0,176	0,505	0,333	0,260	,					
DIV	0,030	0,017	0,026	0,003	0,056	-0,022	-0,088	0,034	1,000				
	0,783	0,890	0,815	0,976	0,611	0,843	0,425	0,759	,				
NTIC	-0,046	-0,215	-0,056	-0,113	-0,013	0,315	0,192	-0,229	-0,324	1,000			
	0,675	0,083	0,608	0,303	0,907	0,003	0,078	0,035	0,003	,			
VARCA	0,026	0,072	0,052	-0,017	-0,018	0,202	0,015	-0,167	-0,438	0,336	1,000		
	0,816	0,566	0,635	0,874	0,872	0,064	0,891	0,127	0,000	0,002	,		
COTA	-0,071	0,287	0,245	0,207	0,304	-0,192	-0,147	0,104	0,011	-0,109	0,192	1,000	
	0,518	0,020	0,024	0,057	0,005	0,079	0,179	0,345	0,919	0,320	0,079	,	
TAILCA	-0,141	0,002	-0,077	-0,135	0,124	-0,263	-0,242	0,264	0,427	-0,384	-0,264	0,289	1,000
	0,197	0,985	0,485	0,218	0,260	0,015	0,026	0,015	0,000	0,000	0,015	0,007	,