



Article scientifique

Article

2008

Published version

Open Access

This is the published version of the publication, made available in accordance with the publisher's policy.

Quels sont les déterminants de la composition des conseils d'administration ? Le cas des entreprises belges, françaises et suisses

Godard, Laurence; Raffournier, Bernard; Schatt, Alain

How to cite

GODARD, Laurence, RAFFOURNIER, Bernard, SCHATT, Alain. Quels sont les déterminants de la composition des conseils d'administration ? Le cas des entreprises belges, françaises et suisses. In: Revue française de gouvernance d'entreprise, 2008, n° 4, p. 33–58.

This publication URL: <https://archive-ouverte.unige.ch/unige:41584>

QUELS SONT LES DÉTERMINANTS DE LA COMPOSITION DES CONSEILS D'ADMINISTRATION ? LE CAS DES ENTREPRISES BELGES, FRANÇAISES ET SUISSES.

Laurence GODARD ¹

IAE - Université de Franche-Comté

Bernard RAFFOURNIER

HEC - Université de Genève

Alain SCHATT

EMS - Université de Strasbourg

Résumé :

Nous comparons la composition des conseils d'administration (CA) dans trois pays européens : la Belgique, la France, et la Suisse, sur la période 2001-2006. Nos analyses mettent en évidence l'influence de la structure de propriété des entreprises sur la composition des CA, mais les évolutions constatées résultent également de l'application des codes de gouvernance.

Mots-clés :

Conseils d'administration - Comparaison internationale - Structure de propriété - Convergence des systèmes de gouvernance.

1 Correspondance : Laurence.Godard@univ-fcomte.fr
Bernard.Raffournier@hec.unige.ch
Alain.Schatt@urs.u-strasbg.fr

Les controverses sur la composition du conseil d'administration (CA) des Entreprises européennes cotées en bourse sont innombrables depuis une dizaine d'année, tant dans les milieux d'affaires que dans les milieux académiques. Celles-ci se sont amplifiées depuis 2003, suite à l'adoption par la Commission européenne d'un plan d'action, en vue de la modernisation du droit des sociétés et du renforcement du gouvernement d'entreprise dans l'Union européenne.

L'ampleur de ces débats semble justifiée, tant il est admis que le CA, dont les membres sont élus par les actionnaires, joue un rôle clé dans la vie des entreprises, à en juger par les nombreuses missions qui lui sont confiées : il sélectionne les dirigeants, il définit leur rémunération et les contrôle; il les aide à définir une stratégie adaptée et il surveille la mise en œuvre de cette stratégie.

Si la discussion est loin d'être tranchée sur l'existence d'une composition « optimale » des CA, il semble cependant que deux courants de pensée s'affrontent actuellement. Le premier, qui reflète plutôt le point de vue des milieux d'affaires, considère qu'il existe un « bon CA » ; celui-ci est composé d'un nombre élevé d'administrateurs indépendants, avec une séparation des fonctions de direction générale et de présidence du CA. Le second courant de pensée estime qu'il n'est pas judicieux de fixer des normes en matière de composition du CA ; celle-ci doit dépendre des caractéristiques des entreprises et de leur environnement. En fait, dans certains cas, la présence de nombreux administrateurs internes, c'est-à-dire non indépendants, peut se révéler préférable. Cette vision est plutôt développée dans le monde académique.

L'objet de cet article est double. D'une part, nous nous intéressons aux choix qui ont été faits par les entreprises, en matière de composition de CA, au cours des années récentes (2001-2006), dans trois pays européens (au moins partiellement) « francophones » : la Belgique, la France et la Suisse. Plus précisément, nous souhaitons savoir si la composition des CA des sociétés cotées a été uniformisée au cours des années récentes, conformément aux préconisations du « courant de l'homogénéité », ou si la composition des CA est restée hétérogène, comme le conseillent les tenants du « courant de la spécificité ». D'autre part, nous cherchons à vérifier si une caractéristique particulière des entreprises, leur structure de propriété, permet d'expliquer la composition du CA. La géographie de l'actionnariat constitue a priori un déterminant majeur de la composition des CA, parce qu'elle conditionne les incitations des actionnaires à se présenter au CA, et à voter pour certains membres du CA. La mise en évidence d'une relation entre la structure de propriété des entreprises et la composition des CA conduirait à valider les préconisations du « courant de la spécificité ».

Le choix de ces trois pays européens « francophones » s'explique essentiellement par une volonté de limiter l'influence d'autres facteurs susceptibles d'expliquer la composition des CA en Europe, en particulier des facteurs institutionnels. Premièrement, ces trois pays sont des pays riches avec des marchés financiers développés (la levée de capitaux est aisée), ce qui les distingue des pays d'Europe de l'est ou du sud de l'Europe. Deuxièmement, l'actionnariat des entreprises est relativement concentré, ce qui constitue une différence majeure par rapport au Royaume-Uni, où l'actionnariat des entreprises est dilué (Faccio et Lang, 2002). Enfin, les règles du droit des sociétés sont relativement similaires, surtout en comparaison de pays tels que l'Allemagne et les Pays-Bas, où, par exemple, les fonctions de direction générale et de présidence du CA sont obligatoirement séparées. Par ailleurs, la non-prise en compte des entreprises italiennes et espagnoles s'explique par l'existence d'une barrière linguistique. Nous avons constaté que de nombreuses entreprises de ces pays ne fournissaient pas de rapports annuels en langue anglaise, ce qui nous a conduits à ne pas les analyser.

Notre étude empirique, qui porte sur 174 entreprises, permet de conclure que la composition des CA n'est pas homogène dans ces trois pays, tant en 2001 qu'en 2006, bien que certaines similitudes soient constatées. De plus, conformément à nos anticipations, la structure de propriété est un facteur essentiel pour expliquer la composition des CA, mais uniquement en Belgique et en France : la proportion d'administrateurs indépendants y est plus importante lorsque l'actionnariat est plus dilué.

Cet article est structuré de la façon suivante. Dans une première section, nous présentons les préconisations des deux courants de pensée et nous dérivons nos hypothèses. Notre seconde section est consacrée à la méthode d'investigation. Les résultats sont exposés et discutés dans une troisième section. Enfin, nous synthétisons nos principaux résultats et concluons dans une dernière section.

1. CADRE D'ANALYSE ET HYPOTHÈSES

Deux courants de pensée sont actuellement en concurrence en matière de composition du CA : le « courant de l'homogénéité », qui considère qu'il existe une composition « optimale », et le « courant de la spécificité », qui postule que la composition du CA doit être spécifique à chaque entreprise ; la composition du CA doit notamment refléter la structure de propriété des entreprises.

1.1 Le courant de l'homogénéité

Ce courant de pensée s'exprime dans les codes de « Best Practice »², dont l'émergence et le développement sont parfaitement décrits et analysés par Aguilera et Cuerno-Cazurra (2004) et par Wirtz (2008). Il peut se résumer de la façon suivante.

Les codes de « bonne conduite » (ou « de « meilleures pratiques »), qui sont apparus dans les années 90, ont connu une prolifération incroyable au cours des 10 dernières années, avec un contenu qui converge fortement. Cette situation s'explique, en grande partie, par la volonté des instances en charge de la rédaction des codes de répondre aux exigences des investisseurs institutionnels (anglo-saxons).

Par exemple, en France, quatre codes ont été rédigés sous couvert des organisations patronales : le rapport Viénot I (1995), le rapport Viénot II (1999), le rapport Bouton (2002) et le rapport de synthèse du MEDEF (2003). En 2007, l'Institut Français des Administrateurs (IFA), organisme non affilié au MEDEF, a produit un nouveau document contenant diverses recommandations. Ce courant de pensée reflète donc clairement le point de vue des milieux d'affaires, même si des universitaires partagent certaines idées clés relatives à la composition, à la structure et au fonctionnement du CA.

Plus précisément, le « modèle standard » considère qu'un « bon CA » est caractérisé par la présence d'un certain nombre d'administrateurs indépendants (qui sont prêts à s'opposer aux dirigeants), et par une séparation des fonctions de directeur général et de président du CA. En fait, ces codes s'inscrivent dans une vision disciplinaire de la gouvernance, considérant que le CA est principalement en charge de surveiller les dirigeants (Wirtz, 2008). L'objectif est de limiter les conflits d'intérêts pouvant survenir entre les actionnaires minoritaires et les dirigeants, ces derniers (opportunistes) pouvant être tentés de profiter de leur avantage informationnel pour satisfaire leurs intérêts particuliers au détriment de ceux des actionnaires minoritaires.

2 Près de 200 codes ont été recensés par l'European Corporate Governance Institute (ECGI). Ils peuvent être téléchargés à l'adresse suivante : http://www.ecgi.org/codes/all_codes.php

Dans ce contexte, la séparation des fonctions de direction générale et de présidence du CA, ainsi que la présence d'un nombre (suffisamment) élevé d'administrateurs indépendants, constituent une « bonne solution » pour protéger les actionnaires minoritaires (Jensen, 1993). On comprend aisément que les investisseurs institutionnels sont, par exemple, très favorables à une telle composition des CA., puisqu'ils sont généralement bien diversifiés et, par conséquent, actionnaires minoritaires des grandes sociétés cotées en bourse.

Ces « normes de bonne gouvernance » ont été affirmées, dans de nombreux pays, suite aux scandales financiers qui ont défrayé la chronique, au début du nouveau millénaire (Enron aux Etats-Unis, Parmalat en Europe, etc.). Ces événements ont déclenché l'adoption d'un plan d'action par la Commission européenne, en 2003, en vue de la modernisation du droit des sociétés et du renforcement du gouvernement d'entreprise dans l'Union européenne.

En Belgique, les initiatives de la Commission européenne ont favorisé la création de la Commission *Corporate Governance*, présidée par M. Maurice Lippens, chargée de finaliser le code de gouvernance d'entreprise belge. Ce code, publié en 2004, insiste sur le fait suivant : *« il est important que le conseil d'administration soit composé d'administrateurs exécutifs et d'administrateurs non exécutifs, en ce compris des administrateurs non exécutifs indépendants. Tous les administrateurs doivent faire preuve d'indépendance de jugement et d'objectivité lors de la prise de décisions par le conseil d'administration mais les administrateurs indépendants jouent un rôle essentiel à cet égard »* (p. 9). Cette position justifie que *« la moitié au moins du conseil d'administration est constituée d'administrateurs non exécutifs et au moins trois d'entre eux sont indépendants. Pour être considéré comme indépendant, un administrateur doit être libre de toute relation d'affaires, de tout lien de proche parenté, ou de toute autre relation avec la société, ses actionnaires de contrôle ou le management de l'une ou des autres, qui crée un conflit d'intérêts susceptible d'affecter l'indépendance du jugement de cet administrateur »*.

Concernant la séparation des fonctions de direction générale et de présidence du CA, les auteurs du rapport notent *« (qu') une séparation nette des responsabilités à la tête de la société est opérée entre, d'une part, la responsabilité de la conduite du conseil d'administration et, d'autre part, la responsabilité exécutive de la conduite des activités de la société. La même personne ne peut pas exercer à la fois la présidence du conseil d'administration et la fonction de Chief Executive Officer (ci-après, «CEO»). La répartition des responsabilités entre le président du conseil d'administration et le CEO est clairement établie, mise par écrit et approuvée par le conseil d'administration »* (p.11).

En France, le document de référence est intitulé « Le gouvernement d'entreprise des sociétés cotées ». Publié en 2003, il résulte de la consolidation des rapports conjoints de l'AFEP et du MEDEF de 1995, 1999 et 2002. Il constitue également une réponse à l'initiative de la Commission européenne, « *qui préconise que chaque Etat membre désigne un code de référence auquel les entreprises devront se conformer ou expliquer en quoi leurs pratiques en diffèrent et pour quelles raisons* » (p.4).

Dans l'introduction, les auteurs de ce rapport évoquent l'idée d'une hétérogénéité de la composition des CA : « *Il n'est pas souhaitable, étant donné la grande diversité des sociétés cotées, d'imposer des modes d'organisation et de fonctionnement formalisés et identiques à tous les Conseils d'administration. L'organisation des travaux du Conseil comme sa composition doivent être appropriées à la composition de l'actionnariat, à la dimension et à la nature de l'activité de chaque entreprise comme aux circonstances particulières qu'elle traverse* » (p. 5). Ceci explique probablement pourquoi, en matière de séparation des fonctions, ce code est plus souple que le code belge. Il est rappelé qu'il existe une diversité des formules d'organisation des pouvoirs de direction et de contrôle en droit français et, par conséquent « *les sociétés anonymes françaises ont donc de la sorte la faculté de choisir entre trois formules d'organisation des pouvoirs de direction et de contrôle* » (p.6). La seule contrainte concerne la communication du choix effectué : « *il est indispensable que les actionnaires et les tiers soient parfaitement informés de l'option retenue entre la dissociation des fonctions de président et de directeur général et le maintien de la formule de l'unicité de ces fonctions* » (p.7).

En revanche, sur la partie relative à l'indépendance des administrateurs, l'idée d'hétérogénéité disparaît. En effet, il est précisé « (qu') *il n'est pas souhaitable de multiplier au sein du Conseil des représentants de telle ou telle catégorie d'intérêts spécifiques, d'une part parce que le Conseil risquerait d'être le champ clos d'affrontements d'intérêts particuliers au lieu de représenter collectivement l'ensemble des actionnaires et d'autre part parce que la présence d'administrateurs indépendants est un gage suffisant de ce que tous les intérêts susceptibles d'être pris en compte l'auront été* ». Cet argument conduit les auteurs du rapport à proposer que « *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 autres, la règle 'd'au moins un tiers' fixée par le rapport VIENOT de juillet 1999 doit être respectée* » (p.9).

Enfin, la Suisse s'inscrit également dans ce mouvement d'harmonisation, à en juger par les indications fournies dans le Code suisse de bonne pratique pour le gouvernement d'entreprise, approuvé à l'unanimité en 2002 par le comité

d'Economiesuisse (la Fédération des entreprises suisses regroupant les entreprises de toutes les branches). Pour ces auteurs, la composition du conseil d'administration « doit être équilibrée. Le conseil d'administration est aussi restreint que possible pour favoriser une formation de décisions rapide et assez large pour que ses membres puissent intégrer en son sein l'expérience et les connaissances qu'ils ont acquises dans différents domaines et qu'ils puissent se répartir les fonctions de direction et de contrôle ». Cela étant, « le conseil d'administration est composé en règle générale d'une majorité de membres qui n'accomplissent aucune tâche de gestion dans l'entreprise (membres non exécutifs) » (p. 11).

Sur la séparation des fonctions, ce rapport est également moins directif que le rapport belge : « le conseil d'administration décide si sa présidence et celle de la direction sont confiées à une personne (cumul des fonctions) ou à deux (dissociation des fonctions). Si le conseil d'administration opte pour le cumul des fonctions, pour des raisons inhérentes à l'entreprise ou parce que la structure organisationnelle au sommet de l'entreprise l'exige, il veille à instaurer des mécanismes de contrôle adéquats » (p.13).

Puisque ces normes de bonne gouvernance ont été diffusées en Belgique, en France et en Suisse, avec des légères variantes, on anticipe, d'une part, que la composition des CA est désormais relativement homogène dans les entreprises de ces trois pays (H1a), d'autre part, que les (éventuelles) différences de composition des CA ont dû s'estomper au cours des années récentes (H1b). Si ces hypothèses sont validées, cela signifie à l'évidence que les dirigeants des grandes sociétés cotées, ou leurs actionnaires, ont accordé du crédit à ces arguments.

H1a : Il n'existe pas de différence en matière de composition du CA (pourcentage d'administrateurs indépendants et séparation des fonctions de direction générale et de présidence du CA) entre les entreprises des trois pays étudiés.

H1b : Les différences en matière de composition des CA (pourcentage d'administrateurs indépendants et séparation des fonctions de direction générale et de présidence du CA) se sont estompées au cours des années récentes dans les trois pays européens étudiés.

1.2 Le courant de la spécificité

Le point de vue défendu par une majorité de membres de la communauté académique est différent de celui présenté préalablement. En effet, les travaux théoriques et empiriques, extrêmement nombreux depuis une vingtaine d'années, ont tendance à prôner une spécificité des conseils d'administrations. Autrement dit, l'idée même de l'existence d'un « bon CA » n'a pas grand sens. La composition doit être liée aux caractéristiques des entreprises et de leur environnement (Hermalin et Weisbach, 2003).

La modélisation de Raheja (2005) illustre parfaitement les réflexions de ce courant de pensée. Cet auteur se préoccupe de la taille des CA et de la proportion « optimale » d'administrateurs externes indépendants qui doivent siéger au CA. Il avance que ces derniers ont un désavantage informationnel sur les administrateurs internes, qui font partie de l'entreprise (ce sont typiquement des cadres de l'entreprise) et possèdent donc des informations spécifiques sur la qualité des projets d'investissement. Cela étant, ils ne sont pas nécessairement incités à révéler leurs informations spécifiques lorsque les projets initiés et mis en œuvre par les dirigeants sont de « faible » qualité, pour éviter d'entrer en conflit avec ces dirigeants (et donc risquer de perdre leur emploi). Dans un tel cas, les administrateurs indépendants jouent un rôle essentiel, puisqu'ils ne craignent pas d'entrer en conflit (leur emploi n'est pas menacé) avec des dirigeants « opportunistes », dont les intérêts divergeraient de ceux des actionnaires. Cependant, dans la mesure où des coûts sont supportés par les administrateurs indépendants pour collecter des informations spécifiques et pour contrôler les dirigeants, il est possible que des projets de « faible » qualité soient malgré tout entrepris. Dans ces conditions, la composition « optimale » du CA dépend de deux principaux facteurs : l'information spécifique détenue par les administrateurs internes et le coût de collecte de ces informations par les administrateurs externes. Deux principaux résultats sont obtenus.

Premièrement, lorsque les intérêts des dirigeants sont « mieux alignés » sur ceux des actionnaires, le CA est de plus petite taille, parce que les administrateurs internes sont incités à révéler leurs informations spécifiques et, par conséquent, les coûts de collecte d'informations spécifiques sont plus faibles pour les administrateurs indépendants. C'est le cas, par exemple, lorsque des fortes pressions sont exercées sur les dirigeants par des actionnaires de contrôle, ou par le marché des biens et services (c'est-à-dire par les clients et les concurrents dans un environnement très concurrentiel).

Deuxièmement, lorsque le coût de contrôle de la qualité des projets est moindre, notamment parce que l'activité de l'entreprise est moins complexe, alors la proportion d'administrateurs indépendants est plus élevée. C'est le cas, par exemple, dans le secteur de la grande distribution. En revanche, dans les secteurs de haute-technologie, où les entreprises développent des activités d'une grande complexité, l'auteur considère que les coûts de collecte et de traitement d'informations supportés par les administrateurs externes indépendants sont élevés. Ceci explique que la proportion d'administrateurs internes y est largement supérieure à celle du secteur de la grande distribution. L'étude de la composition du CA de deux grandes entreprises américaines confirme les résultats de cette modélisation.

Ces arguments permettent de mieux comprendre pourquoi les études empiriques ne parviennent pas à mettre en évidence une relation significative entre la composition des CA et la performance des entreprises (Bhagat et Black, 1999), alors que des différences ont été constatées en matière de composition des CA (par exemple, Denis et Sarin, 1999 ; Boone, Field, Karpoff et Raheja, 2004, pour les Etats-Unis ; Godard et Schatt, 2005b, pour la France ; Prevost et al., 2002, pour la Nouvelle-Zélande). En fait, le « bon CA » d'une entreprise dépend des caractéristiques de cette entreprise et des caractéristiques de son environnement.

Parmi les caractéristiques spécifiques de l'entreprise, la structure de propriété des entreprises exerce en principe une influence significative sur la composition du CA. En fait, si l'actionnariat est fortement concentré, alors, toutes choses égales par ailleurs, une pression supérieure est exercée sur les dirigeants par les actionnaires de contrôle et, par conséquent, la proportion d'administrateurs indépendants est plus faible (Raheja, 2005).

Cet argument est particulièrement important en Europe, où l'actionnariat des entreprises est relativement concentré, si l'on excepte le Royaume-Uni (Faccio et Lang, 2002). Les incitations des détenteurs de blocs de contrôle sont fortes pour contrôler les dirigeants, ce qui permet de justifier une faible proportion d'administrateurs indépendants. Par ailleurs, si on admet l'idée que des conflits d'intérêts potentiels existent entre les détenteurs de blocs de contrôle et les actionnaires minoritaires (Shleifer et Vishny, 1997), une faible proportion d'administrateurs indépendants se justifie encore plus aisément. En effet, les détenteurs de blocs sont alors incités à occuper les postes de direction et des sièges au CA, pour pouvoir prélever plus aisément des bénéfices privés. Autrement dit, lorsque l'actionnariat est plus concentré, la proportion d'administrateurs indépendants est plus faible.

Lorsque l'actionnariat est dilué, des conflits d'intérêts entre les actionnaires minoritaires et les dirigeants ont été identifiés (Jensen et Meckling, 1976). Les actionnaires ne peuvent pas contrôler directement le dirigeant (problème classique du *passager clandestin*), ce qui va les inciter à voter pour des administrateurs indépendants, chargés de défendre leurs intérêts. Autrement dit, les actionnaires minoritaires préfèrent une proportion supérieure d'administrateurs indépendants, mais également une séparation des fonctions de direction générale et de présidence du CA, parce que cette séparation limite la latitude des dirigeants.

Au final, ces divers arguments nous conduisent à formuler quatre hypothèses. On anticipe, d'une part, que la composition des CA est fonction de la structure de propriété des entreprises (H2a et H2b). D'autre part, des modifications de la composition des CA, constatées au cours du temps, devraient s'expliquer par une modification de la structure de propriété des entreprises (H3a et H3b).

H2a : La proportion d'administrateurs indépendants augmente avec le pourcentage d'actions détenues par le public.

H2b : La séparation des fonctions de direction générale et de présidence du CA est plus fréquente quand le pourcentage d'actions détenues par le public est plus élevé.

H3a : La proportion d'administrateurs indépendants augmente avec l'augmentation du pourcentage d'actions détenues par le public.

H3b : La séparation des fonctions de direction générale et de présidence du CA devient plus fréquente lorsque le pourcentage d'actions détenues par le public augmente.

2. MÉTHODE D'INVESTIGATION

Pour vérifier nos hypothèses, nous avons collecté diverses informations dans les rapports annuels d'entreprises cotées en bourse en Belgique, en France et en Suisse. Nous présentons successivement notre échantillon et nos variables.

2.1 L'échantillon

L'étude porte sur les entreprises de trois pays européens « francophones ». Les raisons qui justifient ce choix ont été exposées dans l'introduction de l'article : il s'agit notamment de limiter l'influence d'autres facteurs susceptibles d'expliquer la composition des CA en Europe, en particulier des facteurs institutionnels (De Andres et al., 2005).

La sélection des entreprises de chaque pays a été effectuée de la façon suivante. Premièrement, nous avons identifié toutes les entreprises cotées fin 2006, sur les trois marchés européens retenus. Cette première liste a mis en évidence des grandes disparités quant au nombre de sociétés cotées : le marché français est plus important que les deux autres marchés réunis. Pour obtenir des échantillons de taille identique, nous avons décidé de ne retenir que les entreprises françaises identifiées par Godard et Schatt (2005a et 2005b). De fait, cette limitation a pour conséquence de sous-estimer la diversité pouvant exister en France : il est possible que la composition des CA des entreprises non référencées, plus petites, soient différentes des celles analysées dans la suite de l'étude.

Deuxièmement, nous avons téléchargé les rapports annuels sur le site des entreprises. Pour la France, nous avons également utilisé le site de l'AMF, qui comprend une multitude de rapports annuels téléchargeables gratuitement. Nous avons conservé, sur un échantillon initial d'environ 600 sociétés cotées, les entreprises pour lesquelles le rapport annuel était disponible en 2001 et en 2006. Cet intervalle de temps est intéressant pour deux raisons : d'une part, avant 2001, un très faible nombre de rapports annuels sont disponibles sur le site des entreprises. Elargir la fenêtre d'étude nous aurait obligés à réduire significativement la taille de notre échantillon. D'autre part, les codes de gouvernance ont été publiés entre ces deux années, dans les trois pays, sachant que les rapports annuels de l'année 2006 étaient les derniers rapports disponibles lorsque nous avons débuté cette étude.

Il faut noter que de nombreuses entreprises ne publient pas leur rapport annuel en langue française, ou en langue anglaise, ce qui nous incite d'ailleurs à douter de l'importance de la pression réellement exercée par les investisseurs institutionnels anglo-saxons, dans certains cas. Cette situation nous a obligés à éliminer certaines

entreprises, au moment de la collecte des données, parce que la barrière linguistique était insurmontable. Il s'agit notamment d'entreprises suisses qui ne fournissaient que des rapports en langue allemande ou en langue italienne (surtout en 2001). Certaines entreprises belges sont également concernées.

Le tableau 1 décrit plus précisément notre échantillon. Au total, nous disposons des rapports annuels pour 188 entreprises, pour les années 2001 et en 2006 et le nombre d'entreprises est similaire pour les trois pays. Pour 14 entreprises, nous avons constaté que certaines informations manquaient dans des rapports de l'année 2006, principalement sur le pourcentage d'administrateurs indépendants. Nos deux types d'hypothèses, « statiques » (composition du CA en 2006) et « dynamiques » (évolution de la composition du CA entre 2001 et 2006), sont donc testées sur un échantillon de 174 entreprises.

Tableau 1 : Synthèse des données disponibles dans les rapports annuels

	Nombre de rapports annuels en 2001 et 2006	Données Disponibles en 2006	Pourcentage de rapports utilisables en 2006
TOTAL	188	174	92,5%
Belgique	60	56	93,3%
France	67	65	97,0%
Suisse	61	53	86,9%

2.2 Les variables

Pour vérifier nos hypothèses, nous définissons trois variables. Les deux variables expliquées sont : la proportion d'administrateurs indépendants (%IND) et la séparation des fonctions de direction générale et de présidence du CA (SEPAR). La variable explicative est le pourcentage d'actions détenues par le public ou le pourcentage de droits de vote lorsqu'il existe une différence entre le pourcentage d'actions et le pourcentage de droits de vote (PUBLIC). Ces variables sont trouvées directement dans les rapports annuels et ne nécessitent pas de calcul particulier.

Les statistiques descriptives fournies dans le tableau 2, pour l'échantillon total et par pays, nous fournissent des premiers renseignements sur la composition des CA.

Les CA des 174 entreprises étudiées sont composés en moyenne de 9,7 administrateurs, avec une dispersion relativement importante (l'écart-type est égal à 4) : le plus petit CA comprend 3 administrateurs et le plus grand en compte 26. Parmi ces administrateurs, 57% d'entre eux sont qualifiés d'indépendants. Par ailleurs, deux personnes différentes occupent les deux fonctions clés de directeur général et de président du CA dans près de deux tiers des cas. Ces premiers résultats tendent à confirmer l'impact réel des préconisations des rapports de bonne conduite et, par conséquent, de l'incidence du courant de pensée de « l'homogénéité » sur

Tableau 2 : Description de l'échantillon total et par pays pour l'année 2006

Les variables sont définies ainsi : NBADM est le nombre d'administrateurs par entreprise ; %IND est le pourcentage d'administrateurs indépendants ; SEPAR est une variable dichotomique, égale à 0 si la même personne occupe la fonction de directeur général et la fonction de président du CA, et égale à 1 si ces deux fonctions sont occupées par deux personnes différentes ; PUBLIC est le pourcentage de droits de vote détenus par le public ; %IDEM est égal au nombre d'administrateurs identifiés en 2006 qui étaient déjà présents en 2001, divisé par le nombre d'administrateurs en 2006.

	Moyenne	Médiane	Écart-type	Minimum	Maximum
TOTAL (N = 174)					
NBADM	9,7	9,0	4,0	3,0	26,0
%IND	57,0%	55,6%	23,7%	0,0%	100,0%
SEPAR	65,5%	100,0%	47,7%	0,0%	100,0%
PUBLIC	62,2%	64,6%	25,3%	4,9%	100,0%
%IDEM	54,0%	57,1%	24,0%	0,0%	100,0%
BELGIQUE (N = 56)					
NBADM	10,4	9,5	4,1	5,0	26,0
%IND	43,6%	42,9%	17,5%	14,3%	92,9%
SEPAR	76,8%	100,0%	42,6%	0,0%	100,0%
PUBLIC	52,8%	48,0%	22,0%	11,5%	100,0%
%IDEM	59,1%	58,6%	20,7%	0,0%	100,0%
FRANCE (N = 65)					
NBADM	11,6	11,0	3,7	4,0	20,0
%IND	52,0%	54,5%	19,5%	0,0%	100,0%
SEPAR	46,2%	0,0%	50,2%	0,0%	100,0%
PUBLIC	68,4%	76,8%	25,4%	13,0%	100,0%
%IDEM	50,9%	53,8%	22,3%	0,0%	100,0%
SUISSE (N = 53)					
NBADM	6,7	6,0	2,3	3,0	14,0
%IND	77,2%	83,3%	21,0%	0,0%	100,0%
SEPAR	77,4%	100,0%	42,3%	0,0%	100,0%
PUBLIC	64,6%	66,0%	26,0%	4,9%	100,0%
%IDEM	52,4%	50,0%	28,3%	0,0%	100,0%

les pratiques des entreprises : les indépendants sont nombreux et la séparation des fonctions est désormais la norme. A titre d'information, nous avons également calculé le nombre d'administrateurs présents en 2001 et en 2006 (variable %IDEM) : un peu plus de la moitié des administrateurs présents en 2006 étaient présents en 2001, ce qui permet de conclure à un renouvellement relativement conséquent des membres en l'espace de 5 ans. Enfin, nous constatons que le public détient plus de 60% des droits de vote. Cela signifie que 40% des actions sont en possession des détenteurs de blocs de contrôle. La dilution de l'actionnariat est plus importante que celle trouvée par Faccio et Lang (2002). Cette différence peut s'expliquer par le fait que les grandes entreprises, caractérisées par un actionnariat plus dilué, communiquent plus d'informations que les autres dans leur rapport annuel (Labelle et Schatt, 2005). Autrement dit, en décidant de retenir uniquement les entreprises ayant divulgué un rapport annuel en 2001 et en 2006, nous avons introduit un biais de sélection. Si un tel biais n'est pas spécifique à cette étude, il est nécessaire d'en tenir compte au niveau de l'analyse de nos résultats et des conclusions que nous pouvons en tirer.

3. RÉSULTATS

Nous présentons respectivement les résultats des tests relatifs aux hypothèses « statiques » (H1a, H2a et H2b), sur le caractère homogène ou spécifique des CA en 2006, et les résultats relatifs aux hypothèses « dynamiques » (H1b, H3a et H3b) sur l'évolution de la composition des CA entre 2001 et 2006.

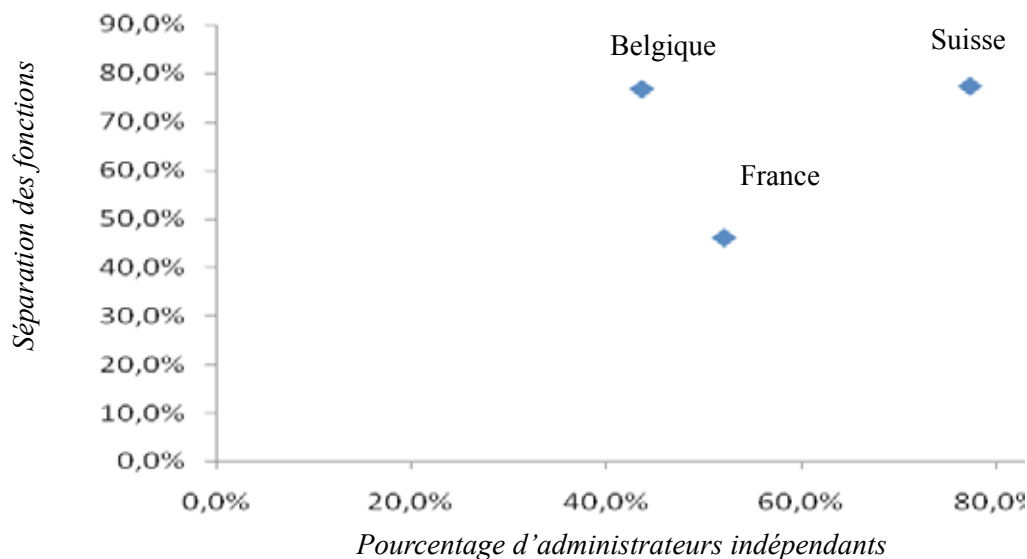
3.1 L'analyse « statique » de la composition des CA

Nous débutons par l'analyse statique des CA, c'est-à-dire par des tests permettant de vérifier si la composition du CA est globalement homogène en 2006 (H1a) ou si elle varie en fonction de la structure de propriété (H2a et H2b).

Les résultats du tableau 2 montrent qu'il existe des différences assez sensibles entre les trois pays en 2006. Dans les entreprises belges et françaises, la taille des CA est supérieure à celle des entreprises suisses : ces dernières comptent en moyenne moins de 7 administrateurs par entreprise. En revanche, le pourcentage d'administrateurs indépendants est significativement plus élevé en Suisse (77,2% en moyenne, contre 43,6% en Belgique et 52% en France). Par ailleurs, en matière de séparation des fonctions de direction générale et de présidence de CA, nous

constatons qu'en France, moins d'une entreprise sur deux a opté pour une séparation des fonctions, alors qu'en Belgique et en Suisse trois quarts des entreprises ont fait un tel choix. La figure 1 illustre ces différences.

Figure 1 : Comparaison de la composition des CA en Belgique, en France et en Suisse



En fin de compte, l'hypothèse H1a n'est pas validée, puisque des différences existent en matière de composition des CA dans les trois pays étudiés. Les entreprises suisses sont de « bons élèves », avec une séparation des fonctions dans 77,4% des cas et 77,2% d'administrateurs indépendants. En revanche, les entreprises françaises sont des « élèves moins disciplinés », avec une séparation des fonctions dans seulement 46,2% des cas et une présence plus limitée d'administrateurs indépendants (52% des cas). Enfin, les entreprises belges présentent un profil satisfaisant au niveau de la séparation des fonctions (76,8% des cas), mais pas au niveau de l'indépendance des membres (43,6% des cas).

A première vue, ces différences ne sont pas liées à des différences des structures de propriété, puisque les données du tableau 2 montrent que les entreprises françaises sont caractérisées par la plus forte dilution de l'actionnariat (68,4% des droits de vote dans le public). Les tests statistiques vont permettre d'affiner ces résultats.

En fait, les résultats fournis dans le tableau 3 mettent en évidence que, globalement, le pourcentage de droits de votre détenu par le public influence positivement et très significativement le pourcentage d'administrateurs indépendants. L'hypothèse H2a est vérifiée. Lorsque l'actionnariat est plus dilué, toutes choses égales par ailleurs, le pourcentage d'administrateurs indépendants est plus élevé.

Un tel choix se justifie aisément : le public cherche à se protéger contre l'opportunisme des dirigeants, dans les entreprises managériales, et contre l'opportunisme des actionnaires de contrôle, dans les entreprises contrôlées. De fait, ce résultat montre également que lorsque l'actionnariat est concentré, alors le pourcentage d'administrateurs indépendants est faible. Autrement dit, les détenteurs de blocs de contrôle continuent d'occuper des sièges au CA, avec l'aide d'administrateurs affiliés (internes ou externes).

Pour les tenants du « courant de la spécificité », cette situation n'est pas nécessairement inquiétante pour les actionnaires minoritaires, pour au moins deux raisons. D'une part, les actionnaires de contrôle sont incités à sélectionner de « bons projets », parce que leur propre situation financière en dépend : ils sont mal diversifiés et, par conséquent, ils sont très sensibles à la faillite. D'autre part, il ne faut pas négliger l'importance des mécanismes de substitution : la réglementation, la concurrence sur le marché des biens et services, ou le marché des prises de contrôle, constituent potentiellement d'autres mécanismes qui protègent les actionnaires minoritaires contre l'opportunisme des dirigeants.

Les résultats obtenus sur l'échantillon doivent cependant être nuancés. En fait, en France et en Belgique, la relation est positive et très significative. Notre modèle, qui ne comporte qu'une seule variable explicative (PUBLIC) explique entre 20,2% (pour la France) et 31,8% (pour la Belgique) de la variance totale de la composition des CA, appréhendée par le pourcentage d'administrateurs indépendants. En revanche, en Suisse, cette relation est certes positive, mais non significative : la structure de propriété n'est donc pas un facteur déterminant de la composition des CA.

Pour tester la troisième hypothèse (H2b), nous réalisons des tests de différence de moyenne des structures de propriété des entreprises, selon que ces dernières ont opté, ou non, pour une séparation des fonctions de directeur général et de président de CA. Les résultats des tests (paramétriques et non-paramétriques) sont fournis dans le tableau 4. Contrairement aux résultats précédents, la structure de propriété n'explique pas le choix d'une séparation, ou non, des deux fonctions clés. En effet, la différence de structure de propriété n'est pas significativement différente entre les sous-groupes d'entreprises. Ce résultat est valable pour l'échantillon total et pour chacun des pays concernés.

Tableau 3 : Régressions linéaires permettant d'évaluer l'incidence de la structure de propriété sur l'indépendance des administrateurs en 2006 dans les trois pays

La variable expliquée est %IND, le pourcentage d'administrateurs indépendants en 2006, et la variable explicative est PUBLIC, le pourcentage de droits de vote détenus par le public en 2006.

Dans le tableau, t indique la valeur de statistique de Student, F celle de la statistique de Fisher ; p correspond à la probabilité associée aux deux statistiques.

	TOTAL (N = 174)	BELGIQUE (N = 56)	FRANCE (N = 65)	SUISSE (N = 53)
Constante	0,363	0,199	0,285	0,715
t	8,087	3,905	4,540	9,127
p	0,000	0,000	0,000	0,000
PUBLIC	0,333	0,449	0,344	0,088
t	4,987	5,016	3,989	0,782
p	0,000	0,000	0,000	0,438
r²	12,63%	31,8%	20,2%	1,2%
F	24,87	25,164	15,911	0,611
p	0,000	0,000	0,000	0,438

Au final, deux principales conclusions peuvent être tirées de ces premiers résultats sur la composition des CA en 2006, dans les trois pays européens étudiés.

D'une part, la proportion d'administrateurs indépendants est relativement élevée en 2006 et une majorité des entreprises a opté pour une séparation des fonctions de direction générale et de contrôle, mais des différences subsistent. En particulier, les entreprises françaises sont de « moins bons élèves » que les entreprises suisses.

D'autre part, en France et en Belgique, la composition des CA reste étroitement liée à la structure de propriété des entreprises. En particulier, la proportion d'administrateurs indépendants est plus forte quand l'actionnariat est plus dilué. Cette situation tend à valider les préconisations du « courant de la spécificité », même si la séparation des deux fonctions clés n'est pas corrélée à la structure de propriété.

Tableau 4 : Tests de différence de moyenne de la structure de propriété en fonction de la séparation des fonctions dans les trois pays

Dans la colonne « Moyenne », t est la valeur de la statistique de Student et p est la probabilité associée à cette statistique. Dans la colonne médiane, nous avons indiqué, entre parenthèses, la probabilité associée à la statistique de Mann-Whitney.

	Moyenne	Médiane	Écart-type	Minimum	Maximum
TOTAL					
PDG (N = 60)	63,0%	63,6%	25,6%	13,0%	100,0%
Séparation (N = 114)	61,8%	65,0%	25,3%	4,9%	100,0%
t	0,289				
p	0,773	(0,757)			
Belgique					
PDG (N = 13)	52,1%	48,1%	16,9%	23,3%	77,9%
Séparation (N = 43)	53,0%	47,9%	23,5%	11,5%	100,0%
t	-0,127				
p	0,900	(0,938)			
France					
PDG (N = 35)	67,5%	76,8%	25,8%	13,0%	100,0%
Séparation (N = 30)	69,4%	80,0%	25,5%	18,3%	100,0%
t	-0,296				
p	0,768	(0,636)			
Suisse					
PDG (N = 12)	61,6%	63,0%	30,7%	16,7%	100,0%
Séparation (N = 41)	65,5%	67,0%	24,8%	4,9%	100,0%
t	-0,464				
p	0,645	(0,794)			

3.2 L'analyse « dynamique » de la composition des CA

L'analyse « dynamique » de la composition des CA consiste à tester si les modifications de la composition des CA constatées entre 2001 et 2006 sont liées à une volonté d'homogénéisation (H1b) ou à une modification de la structure de propriété (H3a et H3b). La description proposée dans le tableau 5 ne porte que sur 120 entreprises, pour tenir compte de l'absence de nombreuses informations dans les rapports annuels de l'année 2001, notamment sur l'indépendance des administrateurs. Dans une certaine mesure, il s'agit d'un résultat en soi, puisque il démontre notamment que les entreprises suisses ne fournissaient que peu d'informations en 2001 (d'où une

réduction significative du nombre d'entreprises), mais qu'elles ont produit un effort réel en matière de divulgation d'informations en 2006.

Tableau 5 : Description de l'échantillon total et par pays pour les années 2001 et 2006

Les variables sont définies ainsi : NBADM est le nombre d'administrateurs par entreprise ; %IND est le pourcentage d'administrateurs indépendants ; SEPAR est une variable dichotomique, égale à 0 si la même personne occupe la fonction de directeur général et la fonction de président du CA, et égale à 1 si ces deux fonctions sont occupées par deux personnes différentes ; PUBLIC est le pourcentage de droits de vote détenus par le public ; %IDEM est égal au nombre d'administrateurs identifiés en 2006 qui étaient déjà présents en 2001, divisé par le nombre d'administrateurs en 2006.

	Moyenne	Médiane	Écart-type	Minimum	Maximum
TOTAL (N=120)					
NBADM 2001	10	9	4,6	3	26
%IND 2001	42,67%	40,83%	22,60%	0,00%	100,00%
PUBLIC 2001	56,72%	53,87%	23,70%	11,50%	100,00%
NBADM 2006	10,3	10	4,2	3	26
%IND 2006	52,44%	50,00%	20,50%	0,00%	100,00%
PUBLIC 2006	63,09%	64,65%	24,23%	11,50%	100,00%
%IDEM	58,72%	57,14%	21,75%	0,00%	100,00%
BELGIQUE (N = 50)					
NBADM 2001	10,3	9,0	4,8	4,0	26,0
%IND 2001	37,33%	37,98%	20,05%	0,00%	77,78%
PUBLIC 2001	47,10%	44,57%	18,18%	11,50%	78,18%
NBADM 2006	10,4	9,5	4,3	5,0	26,0
%IND 2006	42,83%	42,86%	17,06%	14,29%	90,91%
PUBLIC 2006	52,97%	48,50%	21,23%	11,50%	100,00%
%IDEM	60,68%	60,00%	18,22%	25,00%	100,00%
FRANCE (N = 50)					
NBADM 2001	11,4	11,0	4,3	3,0	21,0
%IND 2001	39,12%	38,75%	20,08%	0,00%	88,89%
PUBLIC 2001	64,80%	62,54%	22,96%	20,00%	100,00%
NBADM 2006	11,7	11,5	3,7	4,0	20,0
%IND 2006	52,96%	55,56%	17,46%	0,00%	85,71%
PUBLIC 2006	71,26%	76,58%	22,75%	24,00%	100,00%
%IDEM	52,21%	53,85%	21,32%	0,00%	100,00%
SUISSE (N = 20)					
NBADM 2001	6,1	5,5	2,0	4,0	12,0
%IND 2001	64,88%	71,42%	22,26%	9,09%	100,00%
PUBLIC 2001	60,57%	65,25%	29,60%	16,70%	100,00%
NBADM 2006	6,5	6,0	2,2	3,0	12,0
%IND 2006	75,15%	77,50%	17,60%	40,00%	100,00%
PUBLIC 2006	67,94%	68,28%	26,66%	16,70%	100,00%
%IDEM	70,06%	75,71%	26,01%	14,29%	100,00%

Les données fournies dans le tableau 5 appellent les commentaires suivants. Le nombre d'administrateurs en 2001 et en 2006 est relativement similaire, sachant qu'environ 58,72% des administrateurs présents en 2006 siégeaient déjà au CA en 2001. En revanche, la proportion d'administrateurs indépendants a fortement augmenté au cours de la période, passant (en moyenne) de 42,67% à 52,44%. Ainsi, le renouvellement de 40% environ des administrateurs a incontestablement permis d'attribuer plus de sièges à des administrateurs indépendants. Ces résultats sont valables pour tous les pays, sachant que le nombre d'administrateurs est plus élevé en France et en Belgique et le pourcentage d'administrateurs indépendants y est toujours significativement plus faible (en 2001 et en 2006), comparativement à la Suisse.

La question qui se pose est de savoir si cette évolution résulte d'une simple application des codes de bonne conduite, ou si cela traduit une évolution des caractéristiques des entreprises, en particulier de leur structure de propriété. A priori, si la première hypothèse est validée (H1b), la seconde explication n'est pas nécessairement rejetée, si l'on en juge par l'augmentation des actions détenues par le public entre 2001 et 2006. En effet, le public détient en moyenne 63,09% des actions en 2006 contre 56,72% en 2001, pour les 120 entreprises de l'échantillon. Une augmentation du pourcentage des actions détenues par le public est constatée dans les trois pays.

Tableau 6 : Régressions linéaires permettant d'évaluer l'incidence de l'évolution de la structure de propriété sur l'évolution de l'indépendance des administrateurs, entre 2001 et 2006

La variable expliquée est la variation du pourcentage d'administrateurs indépendants entre 2006 et 2001, et la variable explicative est Var.PUBLIC, la variation du pourcentage de droits de vote détenus par le public entre 2006 et 2001.

Dans le tableau, t indique la valeur de statistique de Student, F celle de la statistique de Fisher ; p correspond à la probabilité associée aux deux statistiques.

	TOTAL (N = 120)	BELGIQUE (N = 50)	FRANCE (N = 50)	SUISSE (N = 20)
Constante	0,087	0,041	0,121	0,104
t	4,848	1,523	4,595	1,963
p	0,000	0,134	0,000	0,065
Var.PUBLIC	0,166	0,245	0,274	-0,021
t	1,531	1,19	1,708	-0,094
p	0,128	0,241	0,094	0,927
r²	0,019	0,029	0,057	0,000
F	2,343	1,411	2,918	0,009
p	0,128	0,241	0,094	0,926

Les résultats présentés dans le tableau 6 ne permettent pas, globalement, de valider l'hypothèse H3a. En effet, l'évolution de la structure de propriété n'exerce pas d'influence sur l'évolution de la proportion d'administrateurs indépendants. Cela étant, lorsqu'on s'intéresse à chaque pays, ce résultat n'est valable que pour la Belgique et la Suisse. En revanche, en France, nous constatons qu'une plus forte dilution de l'actionnariat a eu pour conséquence un accroissement de la proportion d'administrateurs indépendants, même si cette relation est plus ténue (le modèle est significatif au seuil de 10%). Ce résultat est conforme aux préconisations du « courant de la spécificité ».

Le dernier test réalisé porte sur l'évolution des fonctions de direction générale et de présidence du CA. Notre échantillon comprenant 157 entreprises, puisque les informations sur la séparation sur fonctions étaient disponibles pour toutes les entreprises : la différence avec l'échantillon initial (174 entreprises) est liée aux informations manquantes sur la structure de propriété en 2001. Les résultats sont fournis dans le tableau 7.

Tableau 7 : Description de la séparation des fonctions de direction générale et de présidence du CA, en 2001 et en 2006

	TOTAL	Belgique	France	Suisse
Nombre d'entreprises	157	51	64	42
Structure en 2001				
Pas de séparation	68	16	43	9
en %	43,3%	31,4%	67,2%	21,4%
Séparation	89	35	21	33
en %	56,7%	68,6%	32,8%	78,6%
Structure en 2006				
Pas de Séparation	57	13	35	9
en %	36,3%	25,5%	54,7%	21,4%
Séparation	100	38	29	33
en %	63,7%	74,5%	45,3%	78,6%
Evolution de la structure				
Décision de concentration	12	2	8	2
en %	7,6%	3,9%	12,5%	4,8%
Décision de séparation	23	5	16	2
en %	14,6%	9,8%	25,0%	4,8%
Variation nette	11	3	8	0

Entre 2001 et 2006 le pourcentage d'entreprises ayant opté pour une séparation des fonctions est passé de 56,7% à 63,7%. Cette évolution de la structure résulte, d'une part, de la décision de séparer les deux fonctions dans 23 entreprises (14,6% des cas), d'autre part, de la décision de concentrer les deux fonctions dans 11 entreprises (7,6% des cas), au cours de la période étudiée. Des différences significatives apparaissent cependant entre les trois pays.

En Belgique, la progression du nombre d'entreprises ayant séparé les fonctions est faible (68,6% en 2001 et 74,5% en 2006). En Suisse, la situation est relativement similaire : le pourcentage d'entreprises ayant opté pour une séparation des fonctions est élevé et stable, puisque seulement 4 entreprises ont procédé à un changement : 2 sont passés d'une structure où les deux fonctions étaient concentrées à une structure où ces deux fonctions sont séparées, et 2 entreprises ont fait le chemin inverse.

En revanche, en France, de très nombreux changements sont intervenus au cours de la période : 25% des entreprises ont décidé d'évoluer vers une structure où les deux fonctions sont séparées, et 8 entreprises ont fait le chemin inverse. Au final, le pourcentage d'entreprises ayant opté pour une séparation (45,3% des cas) reste plus faible en 2006 que dans les deux autres pays, mais la progression entre 2001 et 2006 est significative.

Nous avons réalisé des tests supplémentaires pour vérifier si l'évolution de cette structure dépend de l'évolution de la structure de propriété (H3b). A partir des informations contenues dans le tableau 8, nous constatons que l'évolution de l'actionnariat est la même dans les trois cas étudiés (les tests de différence de moyenne valident l'absence de différence significative entre les trois échantillons). Autrement dit, la décision de séparer les deux fonctions, de les concentrer, ou de ne rien modifier, n'est pas liée à l'évolution de la structure de propriété. Ce résultat ne permet donc pas de valider l'hypothèse H3b, développée dans le cadre du « courant de la spécificité ». Il semblerait que d'autres facteurs expliquent ces évolutions ; en particulier, il est probable que la décision de séparation des fonctions résulte des pressions exercées par les codes de gouvernance.

Tableau 8 : Description de l'évolution de la structure de propriété sur l'évolution de la séparation des deux fonctions clés, entre 2001 et 2006

	Moyenne	Médiane	Écart-type	Minimum	Maximum
Pas de modification (N = 122)	4,48%	1,34%	19,75%	-95,07%	71,13%
Décision de séparation (N = 23)	6,97%	5,58%	14,49%	-15,9%	42,25%
Décision de concentration (N=12)	5,09%	1,30%	16,64%	-17%	43,99%

4. CONCLUSION

L'objet de cet article est double. Il s'agit de décrire les choix faits par les entreprises, en matière de composition de CA, au cours des années récentes (2001-2006), dans trois pays européens « francophones » : la Belgique, la France et la Suisse. Par ailleurs, une analyse plus approfondie permet de savoir si la structure de propriété des entreprises permet d'expliquer la composition actuelle des CA, ainsi que leur évolution au cours des années récentes, ou si la composition des CA reflète « simplement » les préconisations des codes de gouvernance.

Trois principaux résultats ont été obtenus.

Premièrement, la composition des CA reste différente dans les 3 pays en 2006. Les entreprises suisses affichent le pourcentage le plus élevé d'administrateurs indépendants et de séparation des fonctions de direction générale et de présidence du CA, et les entreprises françaises affichent les taux les plus faibles. La Belgique se situe entre les deux.

Deuxièmement, en France et en Belgique, la présence d'administrateurs indépendants est étroitement liée à la structure de propriété des entreprises en 2006, mais la structure de propriété n'influence pas la séparation des deux fonctions clés des entreprises des trois pays.

Troisièmement, on constate une augmentation significative de la proportion d'administrateurs indépendants dans les trois pays, entre 2001 et 2006. En France, cette évolution s'explique, au moins partiellement, par une dilution plus forte de

l'actionnariat En revanche, la modification de la structure de propriété n'influence pas la décision de séparer (ou de concentrer) les deux fonctions clés dans les trois pays.

Au final, ces résultats nous confortent dans l'idée que la composition des CA reflète, globalement, les points de vue des deux courants de pensée. En effet, on ne peut nier une tendance à l'homogénéisation de la composition des CA, mais la structure de propriété exerce une certaine influence, en Belgique et surtout en France. En fait, dans ces deux pays, il est probable que les actionnaires de contrôle continuent à occuper des sièges, pour défendre leurs intérêts, tout en acceptant de « montrer patte blanche » en intégrant progressivement des administrateurs indépendants. En matière de séparation des fonctions, l'enjeu est probablement moins important pour les actionnaires, puisque le président du CA, s'il peut certes définir l'ordre du jour et animer les débats, est malgré tout obligé de respecter les résultats du vote.

Ces résultats doivent cependant être interprétés avec prudence, pour deux raisons. D'une part, nos connaissances sur les administrateurs indépendants sont quasiment nulles. Si « l'indépendant » est bien défini dans les trois pays étudiés (pas de relations d'affaires ou familiales avec l'entreprise, etc.), il faut admettre que d'autres critères pourraient être pris en compte pour vérifier s'il ne s'agit pas, dans certains cas, d'une « indépendance de façade ». Deuxièmement, des exemples récents, puisés dans l'actualité, confirment l'idée que la décision de séparer les deux fonctions clés ne modifie pas nécessairement le fonctionnement de l'entreprise. Le cas de la Société Générale est éloquent. En avril 2008, cette banque a annoncé qu'elle allait procéder à une telle séparation. Monsieur Daniel Bouton, qui concentrait jusqu'alors les deux fonctions, devient Président du CA et Monsieur Frédéric Oudéa, son directeur financier, devient le Directeur Général.

D'autre part, pour réaliser cette étude, nous n'avons retenu que les entreprises qui ont divulgué leur rapport annuel, en langue française ou en langue anglaise, en 2001 et en 2006. Parmi celles-ci, nos estimations n'ont porté que sur les entreprises qui ont fourni toutes les informations nécessaires sur la composition du conseil d'administration (nombre d'administrateurs indépendants et séparation des fonctions de direction générale et de présidence du CA), et sur leur structure de propriété. Notre échantillon, bien que suffisamment important pour réaliser cette étude, reste relativement faible au regard du nombre total d'entreprises cotées. Il n'est pas impossible que les pratiques de gouvernance des entreprises non sélectionnées soient relativement différentes de celles de notre échantillon. En particulier, les entreprises plus petites, caractérisées par un actionnariat plus concentré, ont probablement été évoluées moins rapidement : l'actionnaire de contrôle (généralement une famille), continue peut-être de « truster » les sièges

d'administrateurs et de concentrer les pouvoirs.

Des études ultérieures, réalisées sur d'autres échantillons, qui intègrent d'autres variables sur les caractéristiques des entreprises et de leur environnement, permettront d'enrichir nos connaissances sur ces débats. Par ailleurs, nos résultats confirment que la production de « normes sociales » influence inévitablement le comportement des entreprises. Ces dernières ne sont pas obligées d'appliquer les normes (il ne s'agit pas de textes de lois), mais il leur est difficile de faire abstraction des diverses préconisations. De fait, l'élargissement des cadres d'analyse s'avère également souhaitable pour les futures études.

BIBLIOGRAPHIE

- Aguilera R. et Cuerno-Cazurra A., 2004, Codes of good governance worldwide: what is the trigger ?, *Organization Studies*, vol. 25, n° 3, p. 415-433.
- Bhagat S. et Back B. (1999), The uncertain relationship between board composition and firm performance, *Business Lawyer*, vol. 54, p. 921-963.
- Boone A.L., Field L.C. Field, Karpoff J.M. et Raheja C.G., 2007, The determinants of corporate board size and composition: An empirical analysis, *Journal of Financial Economics*, vol. 85, p. 66-101.
- De Andres P., Azofra V. et Lopez F., 2005, Corporate Boards in OECD Countries: size, composition, functioning and effectiveness, *Corporate Governance: An International Review*, vol. 13, n° 2, p.197-210.
- Denis. D. et Sarin A. (1999), Ownership and Board Structure in Publicly Traded Corporations, *Journal of Financial Economics*, vol. 52, p. 187-223.
- Faccio M. et Lang L. (2002), The Ultimate Ownership of Western European Corporations, *Journal of Financial Economics*, vol. 65, n° 3, p. 365-395.
- Godard L. et Schatt A. (2005a), Caractéristiques et fonctionnement des conseils d'administration français : un état des lieux, *Revue Française de Gestion*, n° 158, p. 69-87.
- Godard L. et Schatt A. (2005b), Les déterminants de la qualité des conseils d'administration français, *Gestion 2000*, n° 4, p. 81-101.
- Jensen M.C. et Meckling W.H. (1976), *The Theory of the Firm: Managerial*

Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure, *Journal of Financial Economics*, vol. 3, n° 3, p. 305-360.

Hermalin B. et Weisbach M. (2003), Board of Directors as an Endogenously-Determined Institution: A Survey of the Economic Literature, *Economic Policy Review*, vol. 9, p. 7-26.

Jensen M. (1993), The modern industrial revolution exit, and the failure of internal control systems, *Journal of Finance*, vol. 48, n°3, p. 831-880.

Labelle R. et Schatt A. (2005), Structure de propriété et communication financière des entreprises françaises, *Finance Contrôle Stratégie*, vol. 8, n° 3, p. 77-104.

Prevost A. K., Rao R.P. et Hossain M., 2002, Board Composition in New Zealand: An Agency Perspective, *Journal of Business Finance & Accounting*, vol. 29, n° 5 & 6, p.731-760.

Raheja C.G., 2005, Determinants of Board Size and Composition: A Theory of Corporate Boards, *Journal of Financial & Quantitative Analysis*, vol. 40, n° 2, p. 283-306.

Shleifer A. et Vishny R.W. (1997), A Survey of Corporate Governance, *Journal of Finance*, vol. 52, n° 2, p. 737-783.

Wirtz P., 2008, Les meilleures pratiques de gouvernance d'entreprise, collection Repères, La Découverte.