

Faut-il limiter le cumul des fonctions dans les conseils d'administration? Le cas français

Should There Be Limits on Cumulating Roles on Boards of Directors? The Case of France

Laurence Godard and Alain Schatt

Volume 1, Number 1, 2004

URI: <https://id.erudit.org/iderudit/1039194ar>

DOI: <https://doi.org/10.7202/1039194ar>

[See table of contents](#)

Publisher(s)

Centre d'études en gouvernance de l'Université d'Ottawa

ISSN

1912-0362 (digital)

[Explore this journal](#)

Cite this article

Godard, L. & Schatt, A. (2004). Faut-il limiter le cumul des fonctions dans les conseils d'administration? Le cas français. *Revue Gouvernance / Governance Review*, 1(1). <https://doi.org/10.7202/1039194ar>

Article abstract

The risks associated with the presence of executives on the control body of firms have been discussed on several occasions in recent years and they were at the origins of recent regulatory changes in France. In this paper, on the basis of a sample of 2037 French firms, we examine whether long-term financial performance differs between firms that have adopted the separation of decision and control functions and those that are characterized by the combination of these functions. We find that the combination of these functions does not have a negative impact on shareholders.



Faut-il limiter le cumul des fonctions dans les conseils d'administration? Le cas français

Vol.1, No. 1, mai 2004, Page 48

Laurence Godard et Alain Schatt

Dans la quasi-totalité des économies développées, la question de l'utilité du conseil d'administration a fait l'objet de nombreux débats au cours de la dernière décennie (OCDE, 1999). Charreaux (2000) a récemment synthétisé les principaux rôles conférés à cet organe. Dans les théories cognitives et stratégiques des organisations, qui considèrent l'aspect dynamique de la création de valeur, le conseil d'administration participe à la création et au développement de connaissances spécifiques et facilite le processus d'innovation de l'entreprise. Par ailleurs, dans la théorie contractuelle des organisations, le conseil d'administration existe pour réduire les conflits d'intérêts, qui naissent en raison de problèmes informationnels, de l'incertitude et de l'opportunisme des dirigeants. Le conseil sauvegarde les intérêts des actionnaires, mais également ceux des salariés et des autres parties prenantes.

De nombreux travaux, essentiellement d'origine anglo-saxonne, se sont particulièrement intéressés au conseil d'administration en tant que mécanisme de contrôle des dirigeants. L'existence de conflits d'intérêts entre actionnaires et dirigeants est synonyme de coûts et, par conséquent, de moindre performance (ou de moindre valeur) des entreprises. Si le conseil d'administration limite l'opportunisme des dirigeants, afin de protéger les intérêts des actionnaires, il participe effectivement à la performance à long terme des entreprises.

Divers auteurs ont tenté de démontrer que l'efficacité du conseil d'administration, définie comme sa capacité à protéger les intérêts des actionnaires, dépend de ses caractéristiques, et notamment de la nature des administrateurs, de la taille du conseil et de la présidence de celui-ci (Godard et Schatt, 2000). Ce dernier point a récemment fait l'objet d'une attention particulière. Si le dirigeant cumule les fonctions de décision (direction générale) et de contrôle (présidence du conseil d'administration), alors l'absence de séparation claire entre ceux qui décident et ceux qui contrôlent augmente le risque de comportement opportuniste de la part des dirigeants (Baliga et al., 1996).

En France, la question du cumul des fonctions de président et de directeur général est au cœur de l'actualité avec l'adoption de la loi sur « les Nouvelles Régulations Économiques », qui a notamment pour objet de faire évoluer les pouvoirs et les missions du conseil d'administration et de favoriser la séparation des fonctions de président et de directeur général. Dans cet article, nous abordons la question du bien-fondé de cette nouvelle loi. Faut-il limiter la présence du décideur au sein de l'organe de contrôle pour en améliorer l'efficacité, afin de garantir une plus grande performance des entreprises?

De manière plus précise, dans un pays comme la France, caractérisé par une forte participation des dirigeants et des administrateurs dans le capital des entreprises (et une faible dispersion du capital), nous avançons que les avantages et les inconvénients caractérisant les deux types de structures (celles dirigées par un seul leader et celles ayant opté pour une séparation des fonctions de direction et de présidence du conseil d'administration) sont suffisamment importants pour qu'aucune différence de performance n'existe sur le long terme. Nos résultats ne nous permettent pas de valider cette hypothèse, mais ils sont relativement originaux, surtout en comparaison de ceux obtenus aux États-Unis, puisqu'ils mettent en évidence une meilleure performance des entreprises dirigées par un seul leader.

Ce travail est structuré de la façon suivante. Dans une première partie, nous exposons les principales étapes du débat ayant mené aux modifications législatives. Puis, nous rappelons les arguments avancés pour condamner ou défendre le cumul des fonctions. Enfin, dans une troisième partie, nous vérifions empiriquement si les entreprises françaises dirigées par un P.D.G. (cumul des fonctions) et celles ayant opté pour la structure « Conseil de Surveillance et Directoire » (séparation des fonctions) enregistrent des performances différentes à long terme. Nous synthétisons nos résultats et concluons dans une quatrième partie.

Le débat français sur le cumul des fonctions

Des différences institutionnelles ont été constatées à travers le monde quant au cumul des fonctions de décision et de contrôle. Il est très fréquent aux États-Unis, comme le montrent dans leur étude Brickley et al. (1997) et Baliga et al. (1991), qui trouvent respectivement une situation de cumul des fonctions dans 85 % et 90 % des sociétés, mais en Europe, les pratiques en la matière sont extrêmement variées. Ce cumul est inexistant en Allemagne (Labelle et Raffournier, 2000) et quasi absent aux Pays-Bas et au Royaume-Uni. En revanche, les dirigeants italiens et français cumulent les deux fonctions dans près de 80 % des cas.

La France présente certaines particularités institutionnelles en la matière. En particulier, il faut noter que le législateur a offert aux sociétés anonymes la possibilité, dans la loi de juillet 1966 (et son décret d'application du 23/03/1967) sur les sociétés commerciales, de choisir une organisation des pouvoirs sociaux différente de celle du conseil d'administration « traditionnel », qui comprend un conseil d'administration et un directeur général (ce dernier a le statut de P.D.G. s'il est également président du conseil). La formule alternative proposée est celle qui combine un directoire (chargé de la direction des affaires) et un conseil de surveillance (chargé du contrôle du directoire). En pratique, cette seconde formule reste peu répandue, alors qu'elle permet une véritable séparation des fonctions de décision et de contrôle et, à ce titre, répartit clairement les responsabilités en assurant une bonne séparation des pouvoirs (Lamy, 1999).

Une seconde particularité française tient à l'adoption d'une nouvelle loi, votée le 15 mai 2001, sur « Les Nouvelles Régulations Économiques », inspirée des préconisations du gouvernement d'entreprise formulées dans les rapports Viénot (1995, 1999) et qui porte sur l'équilibre des pouvoirs et le fonctionnement des organes dirigeants. Les réformes portent sur plusieurs points : la dissociation des fonctions de président et de directeur général, la limitation du cumul des mandats, la transparence et les droits des actionnaires. Le législateur est parti du constat de l'inefficacité du conseil d'administration dans son rôle de contrôle et de la trop grande place accordée au président dans les sociétés commerciales, sa volonté étant de mieux répartir les compétences des différents organes des sociétés en visant un meilleur équilibre des pouvoirs de chacun. Les dysfonctionnements actuels puisent leur source dans la confusion des rôles du conseil et du président puisque c'est en pratique le P.D.G. qui exerce tous les pouvoirs. L'attente du législateur à travers cette loi est d'apporter des améliorations notables en faveur des droits des actionnaires minoritaires et d'accroître la transparence. Il espère ainsi améliorer l'attractivité des entreprises françaises aux yeux des investisseurs étrangers et instaurer des contre-pouvoirs afin d'éviter des dérives personnelles préjudiciables à l'entreprise et à ses actionnaires.

La première proposition de cette nouvelle loi (la dissociation des fonctions de président et de directeur général) est au cœur de notre préoccupation. Dans la structure « traditionnelle », la dissociation proposée dans la loi s'accompagne d'une clarification des attributions du conseil. En effet, la nouvelle loi modifie l'article 98 de la loi du 24 juillet 1966 relatif à la définition du rôle du conseil d'administration en précisant que « le conseil détermine les orientations de l'activité de la société et veille à leur mise en œuvre. Sous réserve des pouvoirs expressément attribués aux assemblées d'actionnaires et dans la limite de l'objet social, il se saisit de toute question intéressant la bonne marche de la société et règle par ses délibérations les affaires qui la concernent ». Avant cette réforme, la loi précisait que « le conseil d'administration est investi des pouvoirs les plus étendus pour agir en toute circonstance au nom de la société; il les exerce dans la limite de l'objet social et sous réserve de ceux expressément attribués par la loi aux assemblées générales d'actionnaires ». Ainsi, la nouvelle loi réorganise les missions du conseil en les recentrant sur sa fonction de contrôle, tout en lui confiant la responsabilité de déterminer les orientations stratégiques de la conduite de l'entreprise. Le président du conseil est une personne autre que le directeur général et représente le conseil et non plus la société. « Le président du conseil d'administration représente le conseil d'administration. Il organise et dirige les travaux de celui-ci, dont il rend compte à l'assemblée générale. Il veille au bon fonctionnement des organes de la société et s'assure, en particulier, que les administrateurs sont en mesure de remplir leur mission. »

La clarification des attributions du conseil ne peut être profitable que si sa présidence est réalisée par une personne qui ne cumule plus les fonctions de président du conseil et celle de directeur général. La seconde modification majeure porte sur l'article 113 de la loi du 24 juillet 1966 concernant les fonctions du président du conseil d'administration. Cet article prévoyait que « le président du conseil d'administration assume, sous sa responsabilité la direction générale de la société ». En revanche, l'article L.225-51-1 dispose que « la direction générale de la société est assumée, sous sa responsabilité, soit par le président du conseil d'administration, soit par une autre personne physique nommée par le conseil d'administration et portant le titre de directeur général ». Le directeur général se voit ainsi confirmer dans son rôle de premier dirigeant exécutif de la société, pouvant être révoqué par le conseil d'administration. Certes, le cumul des fonctions de président et de directeur général reste possible si les statuts de la société le prévoient. Le projet de loi distingue à ce titre les sociétés cotées et les sociétés non cotées. Les sociétés cotées auront l'obligation de renoncer au cumul des fonctions, à moins qu'elles ne procèdent à la révision de leurs statuts pour conserver cette organisation. En revanche, les sociétés non cotées peuvent conserver le cumul des fonctions sans délibération particulière de leur assemblée générale.

En synthèse, avec l'adoption de cette nouvelle loi, on assiste à une volonté plus affirmée de la part du législateur français de scinder les fonctions de président et de directeur général. En effet, le cumul demeure possible si les statuts de la société le prévoient alors que dans l'article 113 de la loi du 24 juillet 1966, la dissociation était l'exception. Il s'agit alors d'un renversement de situation qui va faire émerger une forme d'organisation intermédiaire entre le conseil avec P.D.G. et la formule conseil de surveillance et directoire. Dans la suite de cet article, nous vérifions si cette séparation des fonctions est vraiment souhaitable. Favorise-t-elle réellement une création de valeur supérieure pour les actionnaires?

L'incidence de la séparation des fonctions de décision et de contrôle sur la performance des

entreprises

Si le conseil d'administration possède la légitimité (les membres sont élus par les actionnaires lors de l'assemblée générale) et les moyens (ils sont conférés par le législateur) pour promouvoir les intérêts des actionnaires, l'efficacité du contrôle des dirigeants peut être subordonnée en particulier à la présence ou non du décideur au sein du conseil. Si des inconvénients liés au cumul existent, il n'en demeure pas moins que certains arguments militent en faveur de la présence du décideur au sein de l'organe de contrôle. Les résultats empiriques anglo-saxons ne permettent d'ailleurs pas de conclure clairement à la supériorité d'une structure sur l'autre.

Les avantages et inconvénients de la séparation des fonctions

Selon les théoriciens de l'agence, plusieurs risques sont attachés au cumul des deux fonctions (Jensen, 1993). La présence du décideur au sein du conseil d'administration augmente ses possibilités de défendre systématiquement les projets (la stratégie de l'entreprise,...) qu'il a initiés et mis en œuvre. Pour justifier l'intérêt des projets aux autres membres du conseil, il peut manipuler l'information en sa possession. Par ailleurs, sa capacité à influencer la nomination, ainsi que la durée des mandats, des autres membres du conseil d'administration augmente quand il cumule les deux fonctions. La cooptation de membres affiliés en est grandement facilitée. Le cumul des fonctions n'est pas favorable à l'émergence de contre-pouvoirs. La présence du directeur général au sein du conseil d'administration contraint l'indépendance de ce dernier.

D'ailleurs, selon l'enquête réalisée en France par le cabinet Vuchot Ward Howell (1995), la société anonyme avec conseil d'administration est une forme de société où la répartition des rôles est moins clairement définie que dans celle à conseil de surveillance et directoire pour 65 % des dirigeants interrogés. Toujours selon cette étude, la formule conseil de surveillance et directoire est reconnue par les deux tiers des dirigeants comme étant le système le plus sain. Le conseil de surveillance correspondrait à la structure juridique qui permet un partage plus large du pouvoir et un meilleur contrôle.

Un autre avantage de la forme conseil de surveillance et directoire repose sur le type de contrôle qu'elle confère aux employés élus administrateurs. Dans un conseil de surveillance, les représentants des employés n'ont qu'une fonction de contrôle. Dans un conseil d'administration, à ce rôle de contrôle s'ajoute un rôle décisionnel, les représentants des salariés donnant leur avis sur d'importantes décisions stratégiques puisqu'ils disposent d'une voix délibérative. Ces derniers peuvent ainsi paralyser la gestion de leur entreprise ou orienter les décisions stratégiques dans un sens favorable à leur intérêt propre, qui peut être contraire à l'intérêt général de l'entreprise (Desbrières, 1997). Par conséquent la structure duale préserve l'intérêt de la participation des employés élus administrateurs tout en limitant leur influence sur l'orientation de la politique générale de l'entreprise.

Cela étant, la séparation des fonctions de décision et de contrôle ne constitue pas nécessairement une structure idéale à l'abri de critiques. Elle est décriée par les théoriciens de la convergence (Donaldson, 1990), car elle ne permet pas d'avoir un leadership clair dans la perspective de formulation et de mise en œuvre de la stratégie. La séparation crée un contexte favorable à la rivalité entre le dirigeant et le président du conseil de surveillance (Brickley et al., 1997). Celle-ci peut se révéler coûteuse et peut se traduire par une communication confuse, et surtout par une moindre divulgation de l'information privilégiée par le décideur. Ce dernier n'est pas incité à transférer les informations spécifiques sur les projets de l'entreprise au président du conseil d'administration s'il ne possède pas de larges pouvoirs. La nomination du décideur au poste de président du conseil d'administration résout le problème de transfert des informations spécifiques en sa possession. Par ailleurs, le président du conseil d'administration peut également avoir un comportement opportuniste et utiliser les ressources de l'entreprise pour assouvir (au moins partiellement) ses propres objectifs. Son contrôle est également nécessaire et coûteux.

Ainsi, la supériorité d'une structure sur l'autre semble dépendre, d'une part, des coûts du comportement discrétionnaire plus grand de la part d'un dirigeant qui cumule les fonctions et, d'autre part, des coûts de transfert d'informations et d'opportunisme du président de l'organe de contrôle en cas de séparation des fonctions.

À ce stade, il ne nous paraît pas inutile de rappeler que les critiques énoncées préalablement sont essentiellement formulées par les théoriciens de l'agence, qui se focalisent sur le fonctionnement et l'efficacité des firmes managériales (forte dilution du capital). Aussi faut-il être prudent lorsque l'on souhaite transposer ces critiques dans un contexte économique et institutionnel différent. En particulier, nous savons que les dirigeants et administrateurs français possèdent généralement une fraction très importante du capital de leur entreprise, alors qu'une telle situation est plutôt exceptionnelle aux États-Unis. Par exemple, Schatt et Roy (2001) montrent que le principal actionnaire des entreprises françaises introduites en bourse possède à lui seul pratiquement la moitié des droits de vote après l'introduction et les deux principaux actionnaires (souvent des membres de la même famille) détiennent environ 60 % des droits de vote. Ainsi, les dirigeants français sont probablement plus incités à créer de la valeur que leurs homologues américains, puisqu'ils en profitent personnellement.

Les résultats empiriques aux États-Unis¹

Aux États-Unis, où le cumul des fonctions est largement majoritaire parmi les sociétés américaines cotées en bourse, plusieurs travaux se sont attachés à vérifier l'efficacité de ce type de structure par rapport à une structure duale (séparation des fonctions). Le Tableau 1 synthétise les principaux travaux abordant cette problématique.

Tableau 1 - Synthèse des principales études empiriques aux États-Unis

Auteurs et échantillon	Résultats
Rechner et al. (1989, 1991) - 141 sociétés avec la même structure - Période : 1978-1983	Cumul des fonctions dans 79 % des sociétés. La rentabilité économique (ROI) et la rentabilité des fonds propres (ROE) sont supérieures pour les structures duales. Les rentabilités boursières ajustées au risque ne diffèrent pas.
Baliga et al. (1996) - 123 sociétés avec la même structure et 98 sociétés avec un changement de structure - Période : 1986-1991	Cumul des fonctions dans 90 % des sociétés. La richesse créée pour les actionnaires (MVA) n'est pas significativement différente entre les deux structures à long terme. Pas de changement de performance comptable (rentabilités économique et financière et taux de marge économique) à court terme (deux ans) suite à une modification de structure. Pas d'effet de richesse à l'annonce de changements de structure.
Brickley et al. (1997) - 628 firmes avec la même structure et 179 sociétés avec un changement de structure - Période 1989-1991	Cumul des fonctions dans 85 % des sociétés. La rentabilité des actionnaires, mesurée sur données boursières et comptables, est légèrement supérieure pour les structures avec cumul des fonctions. Pas d'effet de richesse à l'annonce du passage d'une structure avec P.D.G. à une structure duale. Par contre, un appauvrissement des actionnaires est constaté dans le cas inverse. Le cumul des fonctions semble préférable.
Fosberg et Nelson (1999) - 54 entreprises qui ont dissocié les fonctions de président et de D.G. - Période : 1982-1989	Amélioration de la performance après la séparation des fonctions à la suite de difficultés financières. Pas d'amélioration de performance quand la séparation fait partie du processus normal de succession (pas de difficultés financières).

Les résultats ne permettent pas de faire ressortir une structure idéale. Pour Rechner et Dalton (1989, 1991) et pour Forsberg et Nelson (1999), les structures duales sont plus performantes. Par contre, pour Brickley et al. (1997) et pour Baliga et al. (1996), les performances boursières sur trois ans ne sont pas significativement différentes entre les deux types de structure. Les différences méthodologiques entre ces études expliquent en grande partie cette variété de résultats : les périodes d'estimation des performances, les mesures de performance et les données utilisées (comptables et boursières) sont différentes. Par ailleurs, aucun pairage par secteur d'activité n'est effectué, alors que des différences de performances sectorielles peuvent expliquer en grande partie les résultats enregistrés. Certaines variables de contrôle sont absentes de ces études, telle que la croissance des entreprises qui constitue un déterminant important de la performance des entreprises (Capon et al., 1990). Enfin, les mesures de rentabilité ne sont pas ajustées au risque dans les études utilisant les données comptables.

Compte tenu des avantages et des inconvénients liés à la séparation, nous formulons donc l'hypothèse d'une absence de différence de performance à long terme entre les deux types de structure. Cette hypothèse est testée dans la partie suivante de ce travail sur un large échantillon d'entreprises françaises.

L'étude empirique

Avant de présenter les résultats de la comparaison de performance entre les entreprises ayant adopté une structure duale et celles dirigées par un P.D.G., nous présentons notre méthodologie. Nous décrivons successivement notre échantillon et nos variables.

La méthodologie

La liste des entreprises retenues pour effectuer cette étude provient de DIANE. Il s'agit d'une base de données commercialisée par COFACE-SCRL, qui regroupe les données financières d'environ 150 000 entreprises françaises, caractérisées par une grande diversité (des structures juridiques, des activités,...). Ces données financières sont directement collectées auprès des Greffes des Tribunaux de Commerce, où les entreprises françaises sont tenues de déposer tous les ans leurs états financiers. Outre les données financières, on trouve également dans DIANE les coordonnées des entreprises, le nom et la fonction des dirigeants, ainsi que des informations sur l'activité des entreprises. Compte tenu du nombre élevé d'entreprises recensées dans cette base de données, nous nous sommes limités aux entreprises répondant aux critères suivants :

Les états financiers des entreprises sont disponibles sur une période de huit années successives, de 1992 à 1999, et aucun changement n'est intervenu dans les dates de clôture des exercices comptables pendant la période considérée.

Les entreprises réalisent un chiffre d'affaires minimum de 50 millions de francs en 1999 et n'ont pas de fonds propres négatifs (pour éviter les résultats incohérents dans les calculs de rentabilité des fonds propres).

L'échantillon final comprend 2037 entreprises, dont 176 (8,6 % de l'échantillon) ont opté pour une structure duale et 1861 sont dirigées par un P.D.G.

La variable expliquée : la performance financière des entreprises

En nous basant sur la théorie financière, nous évaluons la performance financière des entreprises en considérant deux dimensions : la rentabilité et le risque. Puisque notre échantillon ne se limite pas aux sociétés cotées en bourse, nous utilisons les données comptables pour évaluer cette performance.

Deux mesures de rentabilité sont utilisées. La rentabilité financière brute (RCFP), égale au résultat courant rapporté aux capitaux propres et la rentabilité financière nette (BNFP), égale au résultat net rapporté aux capitaux propres². Nous retenons les rentabilités moyennes sur la période de huit ans considérée.

Nous constatons dans le Tableau 2 que la rentabilité brute s'élève en moyenne à 16,92 %, sachant qu'elle est significativement plus élevée dans les entreprises dirigées par un P.D.G (17,44 % contre 11,41 % pour les entreprises avec un conseil de surveillance et un directoire). La différence de moyenne est également significative pour la rentabilité nette (9,78 % contre 5,17 %), qui s'élève en moyenne à 9,39 % pour l'ensemble des entreprises.

Par ailleurs, deux mesures de risque ont également été retenues. Elles correspondent respectivement à l'écart-type des rentabilités brutes (ETRCFP) et des rentabilités nettes (ETBNFP) sur la période considérée. Cette mesure du risque permet d'apprécier le risque total (historique) supporté par les actionnaires.

Tableau 2 - Caractéristiques de l'échantillon

L'échantillon comprend 2037 entreprises françaises réalisant un chiffre d'affaires minimum de 50 millions de francs en 1999. Les variables sont définies de la façon suivante : STATUT = 1 si la structure retenue est celle du Directoire avec Conseil de Surveillance et égale à 0 si le dirigeant a le statut de PDG; RCFP est la rentabilité moyenne brute (égale au résultat avant impôt sur les sociétés et événements exceptionnels rapporté aux capitaux propres) des actionnaires sur la période 1992-1999; ETRCFP est la mesure de risque égale à l'écart-type des rentabilités brutes sur la même période; BNFP est la rentabilité nette moyenne des actionnaires sur la même période, égale au résultat net rapporté aux capitaux propres; ETBNFP est la mesure de risque égale à l'écart-type des rentabilités nettes sur la même période; FPPAS est la mesure de l'endettement global moyen sur la période; VARCA mesure la croissance de l'entreprise (variation moyenne du chiffre d'affaires sur la période); PASSIF est égal au passif total moyen en milliers de francs sur la période; CATOT est égal au chiffre d'affaires moyen en milliers de francs sur la période.

Variabiles	RCFP	ETRCFP	BNFP	ETBNFP	FPPAS	VARCA	PASSIF	CATOT
------------	------	--------	------	--------	-------	-------	--------	-------

L'échantillon total de 2037 entreprises.

Moyenne	16,92 %	14,97 %	9,39 %	12,37 %	33,08 %	8,03 %	278092	308076
Médiane	15,29 %	10,88 %	8,94 %	6,81 %	30,59 %	8,65 %	59220	115158

Ecart-type	19,50 %	21,21 %	18,99 %	38,10 %	16,19 %	6,25 %	2076556	1066307
------------	---------	---------	---------	---------	---------	--------	---------	---------

Sous-échantillon (1) de 176 entreprises ayant opté pour la structure Conseil de Surveillance et Directoire.

Moyenne	11,41 %	18,47 %	5,17 %	14,98 %	35,60 %	8,05 %	455842	615833
Médiane	12,09 %	10,62 %	6,95 %	7,36 %	34,01 %	9,11 %	182041	288028
Ecart-type	26,00 %	44,51 %	21,01 %	41,43 %	17,66 %	6,36 %	901370	924351

Sous-échantillon (2) de 1861 entreprises dirigées par un P.D.G.

Moyenne	17,44 %	14,64 %	9,78 %	12,12 %	32,84 %	8,03 %	261281	278971
Médiane	15,55 %	10,91 %	9,12 %	6,78 %	30,32 %	8,63 %	55401	110564
Ecart-type	18,70 %	17,46 %	18,75 %	37,78 %	16,03 %	6,24 %	2154158	1074430

Tests de différence de moyennes entre les deux sous-échantillons (1-2)

Différence de moyenne	-6,02 %	3,83 %	-4,62 %	2,86 %	2,77 %	0,02 %	194560	336862
Test de Student	-3,93	2,29	-3,09	0,95	2,17	0,03	1,19	4,02
p	0,00	0,02	0,00	0,34	0,03	0,98	0,23	0,00
Test de Mann-Whitney	-3,08	0,59	-3,52	1,44	2,01	0,25	11,076	9,15
p	0,00	0,55	0,00	0,14	0,04	0,79	0,00	0,00

Un des principaux enseignements de la théorie financière est qu'à une rentabilité plus forte correspond un risque plus important. Nos résultats ne permettent pas de confirmer cette relation. Au contraire, il semble que le risque total soit plus élevé dans les sociétés ayant opté pour une structure duale. La matrice de corrélations (Tableau 3) confirme ce résultat.

Ainsi, les entreprises ayant opté pour le cumul des fonctions de décision et de contrôle apparaissent significativement plus performantes, car plus rentables et moins risquées, que celles ayant opté pour une séparation des fonctions de décision et de contrôle. Ce résultat doit cependant être interprété avec prudence, en raison des caractéristiques différenciées des deux sous-échantillons.

Tableau 3 - Matrice de corrélations

L'échantillon comprend 2037 entreprises françaises réalisant un chiffre d'affaires minimum de 50 millions de francs en 1999. Les variables sont définies de la façon suivante : STATUT = 1 si la structure retenue est celle du Directoire avec Conseil de Surveillance et égale à 0 si le dirigeant a le statut de PDG; RCFP est la rentabilité moyenne brute (égale au résultat avant impôt sur les sociétés et événements exceptionnels rapporté aux capitaux propres) des actionnaires sur la période 1992-1999; ETRCFP est la mesure de risque égale à l'écart-type des rentabilités brutes sur la même période; BNFP est la rentabilité nette moyenne des actionnaires sur la même période, égale au résultat net rapporté aux

capitaux propres; ETBNFP est la mesure de risque égale à l'écart-type des rentabilités nettes sur la même période; FPPAS est la mesure de l'endettement global moyen sur la période; VARCA mesure la croissance de l'entreprise (variation moyenne du chiffre d'affaires sur la période); PASSIF est égal au passif total moyen en milliers de francs sur la période; CATOT est égal au chiffre d'affaires moyen en milliers de francs sur la période; SECTEUR = 0 si l'entreprise appartient à un secteur industriel et = 1 sinon (secteur du commerce/services).

	STATUT	RCFP	ETRCFP	BNFP	ETBNFP	FPPAS	VARCA	PASSIF	CATOT	SECTEUR
STATUT	1,000	-0,087	0,051	-0,068	0,021	0,048	0,001	0,026	0,089	-0,104
		0,000	0,022	0,002	0,342	0,030	0,978	0,235	0,000	0,000
RCFP		1,000	-0,364	0,699	-0,227	0,038	-0,182	-0,029	-0,007	0,110
			0,000	0,000	0,000	0,088	0,000	0,198	0,746	0,000
ETRCFP			1,000	-0,420	0,569	-0,254	0,009	-0,023	-0,007	-0,020
				0,000	0,000	0,000	0,691	0,302	0,754	0,370
BNFP				1,000	0,158	0,046	-0,117	-0,022	-0,028	0,103
					0,000	0,037	0,000	0,324	0,210	0,000
ETBNFP					1,000	-0,135	0,018	-0,005	0,003	-0,001
						0,000	0,427	0,834	0,889	0,961
FPPAS						1,000	0,064	-0,012	-0,019	-0,211
							0,004	0,600	0,392	0,000
VARCA							1,000	0,017	0,039	0,007
								0,437	0,078	0,743
PASSIF								1,000	0,720	-0,066
									0,000	0,003
CATOT									1,000	-0,083
										0,000
SECTEUR										1,000

Les variables de contrôle

Si nous cherchons à vérifier l'incidence du statut du dirigeant sur la performance financière des entreprises, d'autres variables doivent être prises en compte pour pouvoir conclure, et notamment la taille, la croissance, l'endettement et le secteur d'activité.

La performance financière des entreprises peut dépendre de leur taille. Contrairement aux petites entreprises, les grandes entreprises peuvent bénéficier d'économies d'échelle ou d'envergure substantielles. L'existence d'un pouvoir de marché supérieur permet également aux grandes entreprises d'être plus performantes (Jacquemin, 1991).

Nous retenons deux mesures de la taille : le total du passif (PASSIF) et le chiffre d'affaires (CATOT). Pour notre échantillon, le total du passif s'élève en moyenne à 278 millions de francs, et les entreprises ayant opté pour une structure duale sont plus grandes (au seuil de 1 % avec le test de Mann-Whitney). Leur niveau d'activité est également

plus important, avec un chiffre d'affaires moyen supérieur à 450 millions de francs, contre 261 millions de francs pour les entreprises dirigées par un P.D.G. Par ailleurs, dans leur méta-analyse, Capon et al. (1990) ont montré que la croissance des entreprises est un des facteurs explicatifs les plus importants de la performance des entreprises. Nous mesurons la croissance par la variation moyenne du chiffre d'affaires (VARCA) sur la période considérée.

Il apparaît que le taux de croissance du chiffre d'affaires excède 8 % en moyenne sur la période considérée, mais la dispersion des taux de croissance est relativement importante. Aucune différence significative de croissance n'est mise en évidence pour les deux sous-échantillons d'entreprises.

L'endettement influence également la rentabilité financière et le risque. Si le risque augmente systématiquement avec l'endettement, la rentabilité des actionnaires n'est liée positivement avec l'endettement que sous certaines conditions (relation de l'effet de levier). Il est donc nécessaire de vérifier quelle est l'incidence de l'endettement sur la performance financière des entreprises.

Nous retenons une mesure d'endettement globale, égale aux capitaux propres rapportés au total du passif (FPPAS). Plus le ratio est élevé, moins l'entreprise est endettée. Le ratio moyen est égal à 33 % pour les 2037 entreprises de notre échantillon et il est significativement plus élevé pour les entreprises ayant opté pour une structure duale. Puisque ces dernières sont moins endettées, elles devraient également être moins risquées, ce qui n'est pas le cas.

Finalement, l'appartenance à tel ou tel secteur explique des différences de performance entre les entreprises. La part des investissements tangibles par rapport aux investissements intangibles est plus ou moins importante, de même que la sensibilité du niveau d'activité à la conjoncture et la concurrence est plus ou moins accentuée selon les secteurs. Par souci de simplification, nous distinguons deux grands secteurs d'activité : industrie et commerce/services³. Il apparaît (Tableau 3) que les entreprises évoluant dans l'industrie adoptent plus fréquemment une structure duale, mais sont significativement moins rentables que celles évoluant dans le commerce.

Les résultats de l'analyse multivariée

En raison de problèmes de multicollinéarité, nous ne pouvons tester un modèle incluant toutes les variables de contrôle. Les régressions linéaires sont effectuées sur le modèle réduit suivant :

$$\text{Rentabilité/Risque} = a_0 + a_1 \text{ STATUT} + a_2 \text{ VARCA} + a_3 \text{ PASSIF}$$

Nous anticipons : $a_1 = 0$, $a_2 > 0$ et $a_3 > 0$, pour les mesures de performance suivantes : RCFP et BNFP, les mesures de rentabilité, et ETRCFP et ETBNFP, les mesures de risque.

Les résultats des régressions multiples, fournis dans le Tableau 4, montrent que les entreprises dirigées par un P.D.G. sont significativement plus performantes que celles ayant opté pour une séparation des fonctions. Ce résultat est valable pour les deux mesures de rentabilité (RCFP et BNFP). Par ailleurs, la rentabilité supérieure n'est pas liée à un risque supérieur assumé par les actionnaires des entreprises dirigées par un P.D.G., bien au contraire. Les entreprises ayant opté pour une séparation des fonctions sont plus risquées, avec la première mesure de risque (ETRCFP) et le statut du dirigeant n'influence pas significativement le risque avec la seconde mesure de risque (ETBNFP).

Tableau 4 - Régressions linéaires

L'échantillon comprend 2037 entreprises françaises réalisant un chiffre d'affaires minimum de 50 millions de francs en 1999. Les variables sont définies de la façon suivante : RCFP est la rentabilité moyenne brute (égale au résultat avant impôt sur les sociétés et événements exceptionnels rapporté aux capitaux propres) des actionnaires (*100) sur la période 1992-1999; ETRCFP est la mesure de risque égale à l'écart-type des rentabilités brutes (*100) sur la même période; BNFP est la rentabilité nette moyenne des actionnaires (*100) sur la même période, égale au résultat net rapporté aux capitaux propres; ETBNFP est la mesure de risque égale à l'écart-type des rentabilités nettes (*100) sur la même période; STATUT = 1 si la structure retenue est celle du Directoire avec Conseil de Surveillance et égale à 0 si le dirigeant a le statut de PDG; VARCA mesure la croissance de l'entreprise (variation moyenne du chiffre d'affaires sur la période * 100); PASSIF est égal au passif total moyen (en millions de francs) sur la période.

	RCFP	ETRCFP	BNFP	ETBNFP
Constante	22,078	14,480	12,692	11,286
t	31,343	18,536	18,288	8,033
p	0,000	0,000	0,000	0,000
STATUT	-5,961	3,874	-4,573	2,872

t	-3,954	2,317	-3,079	0,955
p	0,000	0,021	0,002	0,340
VARCA	-0,569	0,028	-0,355	0,107
t	-8,399	0,377	-5,325	0,790
p	0,000	0,706	0,000	0,430
PASSIF	-0,003	-0,002	-0,002	-0,000
t	-1,353	-1,088	-1,004	-0,221
p	0,176	0,277	0,315	0,825
r ²	0,041	0,003	0,019	0,000
F	29,326	2,194	12,953	0,527
p	0,000	0,087	0,000	0,663

Nous pouvons donc conclure que le cumul des fonctions n'est pas néfaste pour les actionnaires des entreprises. La principale raison que nous pouvons proposer, pour expliquer la divergence de résultats avec certaines études réalisées sur données américaines, tient à la plus forte concentration de capital dans les entreprises françaises. En effet, si les P.D.G. détiennent une plus forte fraction d'actions de leurs entreprises que les membres du directoire, ce qui leur permet d'ailleurs de cumuler les deux fonctions, alors ils sont plus incités à maximiser la performance des entreprises parce qu'ils en profitent directement (Jensen et Meckling, 1976). Compte tenu des difficultés rencontrées dans la collecte des données relatives à la structure de propriété pour le grand nombre d'entreprises retenues dans ce travail, nous ne pouvons cependant pas vérifier cette hypothèse.

Par ailleurs, nous remarquons que la croissance du chiffre d'affaires influence négativement et significativement la rentabilité de l'entreprise à long terme, mais n'a pas d'impact sur le risque. Ce résultat n'est pas conforme à celui de Capon et al. (1990). Enfin, la taille n'influence pas significativement la performance comptable des entreprises.

Bien que les modèles testés soient globalement très significatifs (tests de Fisher), tout au moins pour l'analyse de la rentabilité, nous constatons cependant que les coefficients de détermination sont très faibles (comme dans la majorité des études comparables). Le statut du dirigeant (cumul ou non des fonctions) n'est donc pas une variable fondamentale pour expliquer les différences de performance entre les entreprises.

Conclusion

Les résultats obtenus dans cette étude tendent à montrer que les entreprises dirigées par un P.D.G. sont plus performantes (plus rentables sans être plus risquées) que celles dirigées par un directoire et un conseil de surveillance. Il semblerait donc que les avantages liés au cumul des fonctions compensent largement les inconvénients de la domination du P.D.G. au sein du conseil d'administration.

La prise en compte de la structure de propriété des entreprises permettrait d'affiner ces résultats. L'incidence de la concentration de l'actionnariat n'a pas été analysée par manque d'informations. Or, le problème de divergences d'intérêts entre actionnaires et dirigeants et la nécessité de contrôler ces derniers se poseraient particulièrement dans les entreprises à actionnariat dilué. La séparation des fonctions devrait être privilégiée dans ce cas de figure. Cependant, en France, peu de sociétés sont caractérisées par une réelle dilution du capital, et les dirigeants détiennent fréquemment une fraction élevée du capital de leur entreprise. Ainsi, ils devraient être incités à maximiser la performance de l'entreprise (Jensen et Meckling, 1976), bien que des conflits d'intérêts existent également entre les actionnaires majoritaires et les actionnaires minoritaires, dans les entreprises caractérisées par la présence de détenteurs de bloc de contrôle (Morck et al., 1988; McConnell et Servaes, 1990).

La prédominance de la structure avec cumul des fonctions en France, comme aux États-Unis, invite à s'interroger sur le rôle effectivement joué par la structure duale. En fait, le conseil d'administration peut être indifférent au cumul, tant qu'il perçoit chez le dirigeant une capacité à assumer les deux fonctions et à promouvoir les intérêts des

actionnaires. D'ailleurs les dirigeants qui cumulent les deux fonctions ne s'enrichissent pas nécessairement au détriment des actionnaires (Brickley et al., 1997). De plus, le cumul peut être une structure plus efficace, car il facilite la rapidité de la prise de décision, sachant que d'autres mécanismes de contrôle se substituent au conseil d'administration en cas d'abus du dirigeant (Walsh et Seward, 1990).

Enfin, le manque d'influence de la structure du conseil sur la performance des entreprises n'est peut-être qu'apparent. Le problème serait alors plus profond, la structure du conseil devant être appréhendée en intégrant également la composition de ce dernier. En effet, l'analyse du cadre (structure du conseil) doit se combiner à celle des acteurs qui font vivre cette structure (composition du conseil à travers les différents types d'administrateurs). Le travail de collecte des données sur la composition du conseil était trop important, compte tenu de la taille de notre échantillon, pour pouvoir l'intégrer dans cette étude. Il peut en revanche faire l'objet d'une étude ultérieure.

Références bibliographiques

- Baliga, B., R. Moyer et R. Rao, « CEO duality and firm performance: What's the fuss? », *Strategic Management Journal*, 17, 1996, p. 41-53.
- Brickley, J., J. Coles et G. Jarrell, « Leadership structure: separating the CEO and the Chairman of the Board », *Journal of Corporate Finance*, 3, 1997, p. 189-220.
- Capon, N., J. Farley et S. Hoenig, « Determinants of financial performance: a meta-analysis », *Management Science*, 10, 1990, p. 1143-1159.
- Charreaux, G. et J.P. Pitol-Belin. *Le conseil d'administration*. Paris : Vuibert, 1990.
- Charreaux, G., « Le conseil d'administration dans les théories de la gouvernance », *Revue du Financier*, 127, 2000, p. 6-17.
- Desbrières, P., « Le rôle de l'actionnariat des salariés non-dirigeants dans le système de gouvernement de l'entreprise », dans *Le Gouvernement des entreprises*, Gérard Charreaux éd., Paris : Economica, 1997, p. 398-417.
- Donaldson, L., « The Ethereal Hand: Organizational Economics and Management Theory », *Academy of Management Review*, 15, 3, 1990, p. 369-381.
- Fosberg, R. et M. Nelson, « Leadership structure and firm performance », *International Review of Financial Analysis*, 8, 1, 1999, p. 83-96.
- Godard, L., « Les déterminants du choix entre un conseil d'administration et un conseil de surveillance », *Finance Contrôle Stratégie*, 4, 1, 1998, p. 39-61.
- Godard, L. et A. Schatt, « Quelles sont les caractéristiques optimales du conseil d'administration? », *Revue de Financier*, 127, 2000, p. 36-47.
- Jensen, M.C., « The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems », *Journal of Finance*, 48, 3, 1993, p. 831-880.
- Jensen, M. et W. Meckling, « Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure », *Journal of Financial Economics*, 3, 4, 1976, p. 305-360.
- Labelle, R. et B. Raffournier, « Conseil d'administration et gouvernement des entreprises : une comparaison internationale », *Revue du Financier*, 127, 2000, p. 18-28.
- Lamy Sociétés Commerciales. Paris : Lamy S.A., 1999.
- McConnell, J. et H. Servaes, « Additional evidence on equity ownership and corporate value », *Journal of Financial Economics*, 27, 1990, p. 595-612.
- Morck, R., A. Shleifer et R. Vishny, « Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis », *Journal of Financial Economics*, 20, 1/2, 1998, pp. 293-315.
- Rechner, P. et D. Dalton, « The impact of CEO as board chairperson on corporate performance: evidence versus rhetoric », *Academy of Management Executive*, 3, 1989, p. 141-143.
- Rechner, P. et D. Dalton, « CEO duality and organizational performance: a longitudinal analysis », *Strategic Management Journal*, 2, 1991, p. 155-160.
- Schatt, A. et T. Roy, « Modification de la structure de propriété et valorisation des entreprises introduites en bourse », *Banque & Marchés*, 55, 2001, p. 19-29.

Thaddée, Nlemvo Ndonzuan F., « Le cumul des fonctions de président et de directeur général : quel effet sur la performance? », *Revue française de gestion*, mars-avril-mai 2000, p. 4-15.

Walsh, J. et J. Seward, « On the efficiency of internal and external corporate control mechanisms », *Academy of Management Review*, 3, 1990, p. 421-458.

1 À notre connaissance, seule une étude comparable a été effectuée en Europe par Thaddee Nlemvo Ndonzuan (1999). Il ne trouve pas, sur un échantillon de 148 entreprises belges, pour la période 1989-1994, de différence de performance comptable et boursière entre les entreprises avec séparation des fonctions et celles avec cumul des fonctions.

2 Pour plus de précisions sur les mesures de performance financière, nous renvoyons le lecteur à Charreaux (1999). La différence entre la rentabilité nette et la rentabilité brute tient à la non prise en compte des événements exceptionnels et de l'impôt sur les sociétés avec la seconde mesure.

3 Les entreprises identifiées par l'INSEE à l'aide du code NAF compris entre 0 et 45 font partie du groupe Industrie et les entreprises ayant un code NAF supérieur ou égal à 5 font partie du groupe Commerce/Services.