

## **Plus autonome ? L'évolution des structures de gouvernance des sociétés cotées françaises (1997-2008)**

## **More autonomous? The evolution of corporate governance structure of French listed firms (1997-2008)**

## **Más autónomo? La evolución de las estructuras del gobierno corporativo de las sociedades cotizadas francesas (1997-2008)**

Xavier Hollandts, Daniela Borodak and Ariane Tichit

Volume 19, Number 3, Spring 2015

URI: <https://id.erudit.org/iderudit/1043002ar>

DOI: <https://doi.org/10.7202/1043002ar>

[See table of contents](#)

Publisher(s)

HEC Montréal  
Université Paris Dauphine

ISSN

1206-1697 (print)  
1918-9222 (digital)

[Explore this journal](#)

Cite this article

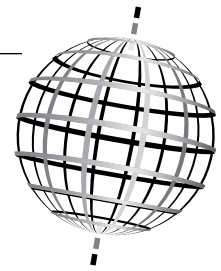
Hollandts, X., Borodak, D. & Tichit, A. (2015). Plus autonome ? L'évolution des structures de gouvernance des sociétés cotées françaises (1997-2008). *Management international / International Management / Gestió Internacional*, 19(3), 47-64. <https://doi.org/10.7202/1043002ar>

Article abstract

The choice of governance structure is likely to have a major impact on the effectiveness of corporate governance. This article aims to analyze the variables that influence the choice of a given corporate governance structure: Board of directors with CEO, Board of directors with separate functions or Management Board and Supervisory Board. Based on our quantitative study of French listed companies, results show that the probability of adoption of an autonomous structure is related to the degree of CEO entrenchment, the concentration of capital, the identity of shareholders, the composition of the Board and the performance context.

---

# Plus autonome ? L'évolution des structures de gouvernance des sociétés cotées françaises (1997-2008)



## More autonomous? The evolution of corporate governance structure of French listed firms (1997-2008)

## Más autónomo? La evolución de las estructuras del gobierno corporativo de las sociedades cotizadas francesas (1997-2008)

XAVIER HOLLANDTS

*Kedge Business School*

*Chaire Alter-Gouvernance (CRCGM) et IFGE<sup>1,2</sup>*

DANIELA BORODAK

*France Business School-Clermont*

*et CERDI*

ARIANE TICHIT

*Université d'Auvergne*

*et CERDI*

---

### RÉSUMÉ

Le choix de la structure de gouvernance est susceptible d'avoir un impact majeur sur l'efficacité du gouvernement d'entreprise. Cet article a pour objectif d'analyser les variables influençant le choix d'une structure de gouvernance donnée : conseil d'administration avec PDG, conseil d'administration avec séparation des fonctions ou Directoire et Conseil de surveillance. Nos résultats basés sur une étude quantitative portant sur les sociétés françaises cotées montrent que la probabilité d'adoption d'une structure autonome est liée au degré d'enracinement du dirigeant, à la concentration du capital, l'identité des actionnaires, la composition du conseil et le contexte de performance.

Mots-clés : Conseil d'administration, conseil de surveillance, directoire, gouvernement d'entreprise, modèles multinomiaux

### ABSTRACT

The choice of governance structure is likely to have a major impact on the effectiveness of corporate governance. This article aims to analyze the variables that influence the choice of a given corporate governance structure: Board of directors with CEO, Board of directors with separate functions or Management Board and Supervisory Board. Based on our quantitative study of French listed companies, results show that the probability of adoption of an autonomous structure is related to the degree of CEO entrenchment, the concentration of capital, the identity of shareholders, the composition of the Board and the performance context.

Keywords : Board of Directors, Supervisory Board, Directorate, Corporate Governance, Multinomial models

### RESUMEN

Es probable que la elección de la estructura de gobierno tenga un impacto mayor sobre la eficacia de la administración empresarial. Este artículo tiene como objetivo de analizar las variables que influyen la elección de una estructura de gobierno dada : consejo de administración con presidente ejecutivo, consejo de administración con separación de las funciones o la junta directiva y Consejo de Vigilancia. Nuestros resultados, basados en un estudio cuantitativo aplicado a empresas francesas cotizadas en bolsa, muestran que la probabilidad de adopción de una estructura autónoma esta realacionana al grado de arraigamiento del director, a la concentración del capital, a la identidad de los accionistas, a la composición de la junta directiva y al contexto del resultado.

Palabras clave : Consejo de administración, Consejo de Vigilancia, Junta Directiva, Gobierno corporativo, Modelos Multinomiales

---

Les dirigeants ont-ils trop de pouvoir ? Les récents scandales concernant les choix stratégiques hasardeux ou les niveaux de rémunération interrogent sur les moyens de surveillance pesant sur les dirigeants. Le contrôle du

comportement et des performances des dirigeants représente explicitement l'objectif majeur du courant « disciplinaire »<sup>3</sup> du gouvernement d'entreprise (Fama et Jensen 1983; Charreaux 1997).

---

1. Auteur correspondant.

2. Nous tenons à remercier les deux évaluateurs anonymes de la revue ainsi que l'éditeur pour leurs suggestions et remarques très précieuses. Les seules erreurs éventuelles restantes relèvent de notre seule responsabilité.

---

3. La fonction disciplinaire du conseil peut être défini de la façon suivante : « Broadly speaking, the monitoring function requires the directors to scrutinize management to guard against harmful behavior, from shirking to fraud » (Linck, Netter et Yang 2008)

Ceci nous renvoie fondamentalement à l'exercice de la fonction de contrôle qui est consubstantielle de la notion de gouvernement d'entreprise (Gomez et Korine 2009). Or, la fonction même de contrôle et l'exercice qui en est fait découlent de la structure formelle de gouvernance de l'entreprise. Classiquement, on distingue les mécanismes externes de gouvernance (le marché des prises de contrôle par exemple) des mécanismes internes au premier rang desquels figure le conseil d'administration ou la structure duale. Le conseil d'administration a principalement concentré l'attention des commentateurs qui y ont vu l'organe principal de contrôle des dirigeants. Depuis le rapport Cadbury (1992), les principales voies de réforme ont majoritairement porté sur la structure, la composition et le fonctionnement du conseil (voir Wirtz 2008 pour une synthèse). Sur le plan académique, une réflexion abondante a tenté de démontrer l'existence d'une relation entre la forme / la composition des conseils et le comportement et les résultats des dirigeants (Hermalin et Weisbach 2003). Parmi les formes possibles de conseil, les entreprises françaises ont la faculté de pouvoir opter pour trois modalités et deux types de structures de conseil : la première structure est représentée par le conseil d'administration (ci-après CA) avec ou sans séparation des fonctions de Président/Directeur Général (première et seconde modalité) et une seconde structure, la forme duale (directoire et conseil de surveillance – troisième modalité).

La littérature souligne que le choix d'une structure de gouvernance fait l'objet d'une « négociation » entre différentes parties prenantes : le dirigeant, les membres du conseil ou de la structure de gouvernance et les actionnaires. Or, les intérêts des dirigeants, des actionnaires et des administrateurs peuvent sensiblement diverger (Hermalin et Weisbach 2003). Dans cet article, nous suggérons que le choix de la structure du conseil dépend fondamentalement de quatre éléments : le degré d'enracinement du dirigeant, le niveau d'indépendance du conseil, la structure actionnariale et le contexte de performance (Boone, Casares Field, Karpoff et Raheja 2007). Nous examinons ainsi les facteurs susceptibles de déterminer le choix de la structure de gouvernance. Si les dirigeants sont susceptibles de résister à l'adoption d'une structure plus autonome, c'est en raison de leur volonté de s'enraciner dans l'entreprise. En revanche, l'indépendance relative du conseil ainsi que la structure de propriété de l'entreprise peuvent favoriser l'adoption d'une structure plus autonome, afin d'augmenter le niveau de contrôle pesant sur les dirigeants. Enfin, le contexte de performance n'est pas neutre en jouant potentiellement (en cas de « bonnes » / « mauvaises » performances) sur l'intérêt d'adopter telle ou telle structure. Cet article est organisé en trois parties. Dans une première partie, nous analysons les facteurs ayant un impact sur l'adoption d'une structure de gouvernance. Dans une seconde partie, nous décrivons la méthodologie de recherche et présentons les résultats

obtenus au moyen d'un échantillon d'entreprises cotées issues du SBF 250 sur la période 1997-2008. Dans une troisième partie, nous discutons des implications théoriques et managériales des résultats de notre recherche.

### **Les déterminants du choix de la structure de gouvernance**

Le choix d'une structure de gouvernance fait l'objet d'une négociation entre plusieurs parties prenantes (Hermalin et Weisbach 2003), aux premiers rangs desquels les dirigeants, les administrateurs et les actionnaires qui constituent la relation canonique du gouvernement d'entreprise (Gomez et Korine 2009). Les dirigeants peuvent être enclins à résister à l'adoption d'une structure plus autonome mais peuvent se heurter à la capacité de résistance des administrateurs ou des actionnaires.

#### **LES DIRIGEANTS SONT INCITÉS À RÉSISTER À L'ADOPTION D'UNE STRUCTURE PLUS INDÉPENDANTE**

Le choix d'une des différentes modalités de gouvernance (CA; CA avec séparation des fonctions; structure duale) n'est pas anodin. Dans le cadre de notre étude, nous retenons les trois formes de gouvernance les plus répandues. Notre étude ne porte donc pas sur d'autres formes sociétales et de gouvernance telles que notamment les sociétés en commandite par actions. La société en commandite par actions dispose d'une gouvernance très intéressante qui se rencontre dans les entreprises familiales notamment (Hermès, Lagardère, Michelin pour les plus connues) et qui repose sur la coexistence d'actionnaires (les commanditaires) et d'associés (les commandités, ayant la qualité de commerçants et étant responsables indéfiniment des dettes). Cette forme ne peut être comparée au CA d'une SA car le conseil de surveillance d'une commandite n'est ni responsable de la stratégie ni de sa mise en œuvre (Charlier et Cartier 2012)<sup>4</sup>.

Le choix de la structure de gouvernance conditionne donc largement les relations entre le management exécutif et les autres membres des instances de gouvernement. Le conseil d'administration offre aux dirigeants une plus grande confusion des fonctions : le conseil doit à la fois conseiller, entourer et surveiller le dirigeant (Wirtz 2008). Lorsque le dirigeant exécutif (DG) assume également la fonction de président du conseil d'administration, ceci lui offre une place prépondérante dans la hiérarchie du conseil mais également dans la structure de gouvernance dans son ensemble (Davidson *et alii* 2001; Godard et Schatt 2005a). Cette configuration place le dirigeant dans une situation favorable pour s'enraciner (Finkelstein et D'Aveni 1994; Godard et Schatt 2005a). La littérature a plutôt montré que les entreprises disposant d'un directeur général exerçant les

4. Pour plus de précisions, on pourra se reporter à Charlier (2013) et Charlier et Cartier (2012).

fonctions de président du conseil avaient des performances statistiquement moins bonnes que les entreprises séparant les fonctions (Rechner et Dalton 1991) même si ces résultats sont assez fragiles (Iyengar et Zampelli 2009) et doivent parfois être resitués dans un contexte de succession à la tête de l'entreprise (Harris et Helfat 1998; Davidson *et alii* 2001).

Par rapport à la structure moniste (conseil d'administration), une société avec directoire et conseil de surveillance se distingue sur un point essentiel : il existe une scission parfaite entre l'organe de direction et l'organe de conseil et de contrôle. Le directoire est exclusivement chargé des tâches de gestion et de management. Le directoire est indépendant du conseil de surveillance et inversement. Ceci permet d'éviter théoriquement au maximum les collusions entre les deux organes (Clarke 2007). Le conseil de surveillance élu par l'assemblée générale des actionnaires ne possède aucune prérogative de gestion mais se concentre sur le contrôle permanent de la « qualité » de la gestion des membres du directoire dont il nomme les membres (Maassen 2002). Dans cette structure, le véritable pouvoir de sanction appartient au conseil de surveillance qui nomme et peut révoquer les membres du directoire. Ainsi, les dirigeants présents au sein du directoire, sont soumis au contrôle et à la menace du pouvoir de sanction des membres du conseil de surveillance<sup>5</sup>. Il y a un déséquilibre des pouvoirs entre le conseil de surveillance et le directoire, puisque ce dernier n'a pour seul attribut que de rendre des comptes sans pouvoir agir en contrepartie sur la composition, l'élection ou la révocation des membres du conseil de surveillance (Barredy 2008 pour plus de précisions). Malgré son intérêt du point de vue de la séparation franche des pouvoirs, la forme duale semble en recul depuis plusieurs années. Ainsi, le Panorama Ernst & Young de 2012 indique que 17 % des sociétés cotées en 2012 relèvent de cette forme (contre 25 % en 2009)<sup>6</sup>. Cette désaffection récente semble tenir à la lourdeur de l'animation de la gouvernance (deux instances) voire la plus grande lenteur de la prise de décision. D'autres facteurs ne sont pas à négliger comme le fait que la forme CA ainsi que la fonction de PDG sont historiquement et culturellement beaucoup plus ancrées dans le paysage de la gouvernance française<sup>7</sup>. Dans le cadre d'une structure duale, les relations entre Directoire et CS doivent idéalement conduire à un véritable travail d'équipe<sup>8</sup> mais seul le respect des rôles de chaque organe conditionne l'équilibre de la structure globale en raison de l'étendue des

prérogatives du conseil de surveillance (Barredy 2008). Ainsi, la structure duale apparaît comme une structure moins « intéressante » pour un dirigeant souhaitant s'enraciner. De ce point de vue, la structure duale se distingue nettement du conseil d'administration qui combine volontairement la présence d'un ou de plusieurs dirigeant(s) avec d'autres administrateurs, internes ou externes. Or, le fonctionnement des conseils d'administration est généralement critiqué en raison de l'influence trop importante des dirigeants qui sont en mesure de dominer leur conseil (Mizruchi 1983; Vance 1983). Zajac et Westphal (1995) ont notamment montré que le PDG disposait d'un pouvoir formel et informel très important sur son conseil d'administration lui permettant de diminuer significativement l'efficacité du contrôle pesant sur lui. Or, l'enjeu principal pour le dirigeant consiste à augmenter son enracinement tout en diminuant éventuellement l'efficacité du contrôle pesant sur lui (Boone *et alii* 2007)<sup>9</sup>. Au regard de ces considérations, le dirigeant se retrouve confronté à un choix assez simple. La forme « conseil d'administration avec PDG » lui permet de pouvoir peser sur la fonction de contrôle en participant directement au CA. Le dirigeant peut être alors plus facilement en mesure de déployer une stratégie d'enracinement visant à faire évoluer la composition du conseil à son avantage, en faisant nommer ou élire des membres, loyaux et passifs (Hermalin et Weisbach 1998; Godard et Schatt 2005a) afin d'asseoir sa domination sur le conseil (Mace 1971; Kosnik 1987; Westphal et Zajac 1995). La forme intermédiaire (Conseil d'administration avec séparation des fonctions de président du CA et de directeur général) représente une forme médiane pour le dirigeant : la séparation des fonctions (Président/DG) lui assure théoriquement moins de latitude discrétionnaire même si le maintien d'une forme conseil d'administration lui permet de bénéficier de la confusion des rôles de gestion et de surveillance (Westphal 1998).

Des trois formes étudiées, la structure duale bat en brèche les stratégies d'enracinement en séparant les organes. Le dirigeant n'a qu'une influence très limitée voire nulle pour agir sur la composition du conseil de surveillance (Godard 1998). Ainsi, un dirigeant souhaitant protéger ou accentuer son enracinement sera incité à résister à l'adoption d'une structure plus autonome. Il sera tenté de résister, à l'adoption d'une structure duale et dans une moindre mesure à la dissociation des fonctions de président du conseil et de directeur général.

5. Le conseil de surveillance propose à l'assemblée générale des actionnaires la révocation ou la nomination des membres du directoire. Le processus de prise de décision, comme la révocation du ou des dirigeants apparaît plus long dans une structure duale que dans une structure simple-CA (en raison de l'unicité du pouvoir) (Godard 1998). Par ailleurs, la structure duale empêche le contrôle des dirigeants par surveillance mutuelle des dirigeants comme cela est possible dans un Conseil d'administration (Fama et Jensen 1983).

6. Pour mémoire, 4 % des sociétés cotées en 1980, 11,8 % en 2000, 23 % en 2005 in Barredy (2008).

7. Voir B. De Roulhac, *La gouvernance à directoire convainc de moins en moins en France*, L'AGEFI 20/12/2012.

8. La structure duale a comme inconvénient principal d'augmenter, toutes choses égales par ailleurs, les coûts d'agence. Comme le souligne Godard (1998, p. 42), « la forme conseil de surveillance est à l'origine de deux types de coûts d'agence : des coûts de contrôle du comportement du président et des coûts d'information (transfert coûteux et incomplet de l'information spécifique entre le dirigeant et le président du conseil) ».

9. La notion d'enracinement a souvent été abordée dans la littérature, depuis les travaux de Shleifer et Vishny (1989), sous son aspect négatif. Cependant, d'autres travaux (Castanias et Helfat 1992) ont notamment montré que l'enracinement pouvait être source de performance pour certaines entreprises notamment les entreprises familiales (Pichard-Stamford 2002; Charlier et Lambert 2009).

*Hypothèse 1 : Il existe une relation négative entre le degré d'enracinement du dirigeant et le choix d'une structure assurant un degré plus important de contrôle.*

Par ailleurs, le contexte de performance n'est pas neutre dans la décision aboutissant au choix d'une structure de gouvernance (Godard 1998; Hermalin et Weisbach 2003). Le niveau de performance de l'entreprise peut représenter un facteur poussant les membres de la structure de gouvernance et les actionnaires à opter pour une forme assurant un degré plus important de contrôle sur le dirigeant, afin de discipliner le comportement du dirigeant. En premier lieu, ils peuvent opter pour la dissociation des fonctions de président du conseil et de celle de DG (Finkelstein et D'Aveni 1994; Baliga *et alii* 1996; Harris et Helfat 1998). De même, comme le précise Godard (1998), il apparaît que « la mauvaise performance de l'entreprise en tant qu'indicateur de la mauvaise gestion du dirigeant devrait être un élément qui incite au choix de la structure conseil de surveillance pour satisfaire au besoin d'un contrôle plus grand du dirigeant ». La mauvaise performance de l'entreprise est donc susceptible d'inciter, toutes choses égales par ailleurs, au passage à une structure assurant un meilleur contrôle du comportement et des résultats du dirigeant (Raheja 2005).

*Hypothèse 2 : il existe une relation négative entre la performance de l'entreprise et le choix d'une structure assurant un degré plus important de contrôle.*

La stratégie d'enracinement peut également se heurter à la résistance des membres de son conseil ou à la préférence des actionnaires pour une structure assurant un degré plus important de contrôle sur le dirigeant.

#### **LE CHOIX DES ADMINISTRATEURS : RÉSISTANCE OU ALLÈGEANCE ?**

Le choix de la structure de gouvernance est le résultat d'une négociation impliquant principalement le dirigeant exécutif et les administrateurs externes (Hermalin et Weisbach 1998a,b). La littérature a montré l'importance cruciale du rôle des administrateurs externes. Un conseil dominé par des administrateurs externes est plus susceptible de limiter la stratégie d'enracinement du dirigeant (Weisbach 1988), la proportion d'administrateurs externes étant négativement corrélée à l'influence du dirigeant (Boone *et alii* 2007). Ces derniers sont en mesure de résister à la stratégie d'enracinement du dirigeant en favorisant par exemple le passage d'une structure à conseil d'administration à un CA avec dissociation des fonctions ou une structure duale. Un conseil dominé par des administrateurs externes est plus à même de résister à la stratégie d'enracinement du dirigeant afin de démontrer l'indépendance réelle du conseil (Johnson, Daily et Ellstrand 1996; Godard et Schatt 2000, 2005a). Par ailleurs, un administrateur externe a individuellement intérêt à s'opposer à la stratégie d'enracinement du dirigeant en favorisant l'adoption ou le maintien d'une structure assurant

un degré plus important de contrôle (Fama et Jensen 1983); ceci pouvant être interprété comme le signal d'une capacité *personnelle* à contrôler et surveiller le dirigeant (Zajac et Westphal 1996; Eminent et Guedri 2010). Ainsi, une proportion importante d'administrateurs externes est susceptible de favoriser le choix d'une structure assurant un degré plus important de contrôle.

*Hypothèse 3 : Il existe une relation positive entre la proportion d'administrateurs externes et le choix d'une structure assurant un degré plus important de contrôle.*

Au-delà de cette négociation interne, propre au conseil, la structure de propriété peut avoir une influence sur la structure de gouvernance. En raison de la relation d'agence consécutive à la séparation propriété/contrôle (Shleifer et Vishny 1997), les actionnaires peuvent être incités à favoriser l'adoption d'une forme assurant un degré plus important de contrôle pesant sur le dirigeant.

#### **LES ACTIONNAIRES SONT-ILS INCITÉS À FAVORISER L'ADOPTION D'UNE STRUCTURE AUTONOME ?**

Le rôle de la structure de gouvernance est étroitement lié à la structure de propriété (Daily, Dalton et Rajagopalan 2003). La littérature souligne que deux dimensions de la structure de propriété sont susceptibles d'avoir une influence sur la forme et la composition de la structure de gouvernance : la concentration de l'actionnariat et l'identité (le type) d'actionnaires. Le pouvoir de contrôle de la structure de gouvernance devrait être d'autant plus important que la concentration de l'actionnariat est élevée (Godard 1998). La forme CA peut avoir la faveur des actionnaires importants car elle permet de maximiser conjointement l'incitation à l'effort des dirigeants tout en permettant un contrôle optimal de la part des actionnaires, souvent représentés au sein même des conseils (Graziano et Luporini 2005). L'adoption d'une structure plus autonome permet de lutter contre les problèmes de hasard moral (Shleifer et Vishny 1997) mais l'intérêt d'une telle structure est limité pour des actionnaires importants qui sont en mesure de peser sur les décisions stratégiques de l'entreprise (y compris le renvoi du dirigeant) par la détention d'un bloc de contrôle. Ainsi, l'évolution vers une structure de gouvernance plus autonome est relativement moins intéressante que pour les autres actionnaires, plus fragmentés. En effet les actionnaires importants ont la possibilité de contrebalancer la perte de contrôle de la forme « CA » par la détention d'un pouvoir capitalistique, s'exerçant par exemple lors de l'assemblée générale des actionnaires. Les actionnaires concentrés, par le biais de leur bloc de contrôle, sont moins incités à faire évoluer le conseil vers une structure plus autonome. Ils préféreront, toutes choses égales par ailleurs, la forme CA permettant de maximiser conjointement incitation à l'effort et niveau minimal de contrôle (Graziano et Luporini 2005). Nous suggérons donc l'hypothèse suivante :

*Hypothèse 4 : il existe une relation négative entre la concentration de l'actionnariat et le choix d'une structure assurant un degré plus important de contrôle.*

En ce qui concerne l'identité des actionnaires, le choix d'une structure de gouvernance peut être favorisé par les actionnaires familiaux. Les structures assurant une séparation des fonctions (généralement au sein du CA) sont nettement favorisées parmi les entreprises familiales afin de favoriser la transmission de l'entreprise au sein de la famille (Harris et Helfat 1998; Davidson *et alii* 2001; Burkart *et alii* 2003; Charlier 2013). La séparation des fonctions (président/DG) voire la structure duale permettent formellement d'assurer une transition à la tête de l'entreprise familiale (Barredy 2008). L'ancien dirigeant exécutif est susceptible de prendre du recul en prenant la tête du CA ou du conseil de surveillance tandis que son successeur intègre le directoire ou exerce la fonction de DG (Barredy 2008; Charlier 2013). Ceci a comme intérêt de favoriser la transmission d'informations lors de processus de transition et de permettre le maintien de l'ancien dirigeant dans les organes de contrôle de l'entreprise (Barredy 2008). Ceci envoie également un signal positif sur l'entreprise en mettant en évidence un processus de transmission « en douceur » à la tête de l'entreprise. Ainsi, les entreprises familiales représentent un cas particulier qui incite ces entreprises à favoriser les formes séparant les fonctions.

*Hypothèse 5 : il existe une relation positive entre l'existence d'une entreprise familiale et le choix d'une structure assurant un degré plus important de contrôle.*

### Méthodologie de la recherche

Dans cette section nous présentons successivement notre échantillon, l'opérationnalisation des variables retenues, notre démarche empirique puis nos résultats.

#### ÉCHANTILLON ET SOURCES DES DONNÉES

Nous avons testé les cinq hypothèses proposées dans notre étude sur un échantillon incluant 272 entreprises appartenant ou ayant appartenu à l'indice SBF 250 sur la période 1997-2008. Cet indice comprend les 250 principales entreprises cotées sur le marché français en termes de capitalisation boursière. Les entreprises relevant d'une autre forme (SCA) que les trois étudiées dans le cadre de cet article ont été exclues de notre échantillon final. Nous avons par ailleurs inclus 22 entreprises supplémentaires qui ont intégré cet indice ou ont appartenu de manière significative à l'indice SBF 250 sur la période d'observation. Les données relatives à l'actionnariat ainsi qu'à la structure de gouvernance sont issues des documents de référence déposés

auprès de l'Autorité des Marchés Financiers (AMF). Les données sur la performance économique et financière des entreprises sont issues de la base de données Thomson One Banker. Enfin, les éléments biographiques des dirigeants proviennent de la base de données Who's Who in France.

#### OPÉRATIONNALISATION DES VARIABLES

##### Variable dépendante

Pour chaque entreprise, le choix de la structure de gouvernance a été mesuré par une variable endogène qualitative à trois alternatives<sup>10</sup> : cette variable prend la valeur de 1 pour la forme « conseil d'administration avec PDG »; elle prend la valeur de 2 pour la forme « conseil d'administration avec séparation des fonctions de Président du conseil et de Directeur Général »; elle prend la valeur de 3 pour la forme duale « conseil de surveillance et directoire ». Nous nous concentrons sur la dernière forme de gouvernance observée pour chaque entreprise afin de déterminer quelles sont les variables ayant eu une influence sur le choix de la dernière forme adoptée. Les variables exogènes de notre modèle ont été décalées d'une année afin de tenir compte des problèmes d'endogénéité potentiels (Greene 2008). Les statistiques descriptives relatives aux formes de gouvernance adoptées par les entreprises cotées françaises sont présentées dans les tableaux 1, 2, 3 et 4.

##### Variabes indépendantes

Nos hypothèses suggèrent que quatre séries de facteurs sont susceptibles d'influer sur le choix d'une structure duale : (1) le degré d'enracinement du dirigeant, (2) la performance de l'entreprise, (3) la capacité de résistance du conseil à la stratégie d'enracinement du dirigeant et (4) la composition de l'actionnariat. Le degré d'enracinement du dirigeant est une mesure de son pouvoir de négociation dans ce type de processus aboutissant à statuer sur la structure de gouvernance (Baker et Gompers 2003). Le degré d'enracinement du dirigeant a été opérationnalisé en utilisant trois variables (Linck *et alii* 2008). La première variable mesure l'ancienneté du dirigeant, en nombre d'années, dans sa fonction au sein de l'entreprise (Hill et Phan 1991). Plusieurs études ont démontré que la longévité du dirigeant dans ses fonctions lui permet de mieux résister aux pressions internes et externes provenant des différentes parties prenantes et pouvant se traduire par la volonté de changement de la structure de gouvernance. Cette longévité permet au dirigeant d'influencer, en sa faveur, le processus de décision aboutissant aux choix de la structure de gouvernance (Hermalin et Weisbach 2003; Boone *et alii* 2007). La deuxième variable mesurant le degré d'enracinement du dirigeant est la part du capital, en pourcentage, qu'il détient personnellement (Morck, Shleifer et Vishny, 1988). En effet, un dirigeant qui détient une part

10. Nous n'avons pas inclus d'autres formes alternatives très minoritaires à l'instar des commandites dans l'échantillon utilisé dans le cadre de cette étude – cf p. 4 pour plus de précisions.

**TABLEAU 1****Répartition des entreprises selon la dernière structure de gouvernance connue**

Structure de gouvernance	Nombre	Pourcentage	Pourcentage cumulé
Forme 1 : CA avec PDG	143	52,57	52,57
Forme 2 : CA avec séparation des fonctions	57	20,96	73,53
Forme 3 : Directoire et conseil de surveillance	72	26,47	100
Total	272	100	

**TABLEAU 2****Changements de structure de gouvernance  
(1997-2008)**

Nombre total de changement de forme de gouvernance par entreprise (1997-2008)	Nombre	Pourcentage	Pourcentage cumulé
0	139	51,1	51,1
1	90	33,09	84,19
2	33	12,13	96,32
3	6	2,21	98,53
4	4	1,47	100
Total	272	100	

**TABLEAU 3****Entreprises sans changement de structures de gouvernance**

Entreprise sans changement de structure de gouvernance	Nombre	Pourcentage
Forme 1 : CA	95	68,3
Forme 2 : CA avec séparation des fonctions	8	5,75
Forme 3 : CS et Directoire	36	25,89
Total	139	100

**TABLEAU 4****Entreprises ayant changé de structure de gouvernance**

Transition et changement de forme de gouvernance	Nombre de transitions	Pourcentage	Note
Forme 1 vers Forme 2	56	30,6	2 fois pour 5 entreprises
Forme 1 vers Forme 3	35	19,1	
Forme 2 vers Forme 1	52	28,4	2 fois pour 2 entreprises
Forme 2 vers Forme 3	11	6	
Forme 3 vers Forme 1	16	8,74	
Forme 3 vers Forme 2	13	7,1	

Nota : Certaines entreprises ayant changé plus d'une fois de structure de gouvernance, le nombre de transition excède donc le nombre d'entreprises ayant changé au moins une fois de structure sur la période.

significative du capital de l'entreprise s'assure un pouvoir d'influence important, notamment lors des assemblées générales des actionnaires ou des conseils (Linck *et alii* 2008; Jensen et Warner, 1988). Enfin, nous avons également inclus l'âge du dirigeant, la littérature soulignant que cet élément influence sa stratégie d'enracinement, notamment à proximité de la retraite (Goyal et Park 2002).

La littérature souligne que la performance de l'entreprise est également susceptible de réduire l'impact de l'enracinement du dirigeant sur le choix d'une structure de gouvernance (Godard 1998; Linck *et alii* 2008). La performance de l'entreprise est opérationnalisée par le retour sur investissements calculé comme le bénéfice net sur le capital investi (Linck *et alii* 2008). En ce qui concerne l'opérationnalisation de la capacité de résistance du conseil à la stratégie d'enracinement du dirigeant, nous avons retenu une mesure fréquemment utilisée dans la littérature : la proportion d'administrateurs externes au sein du conseil (Denis et Sarin 1999; Raheja 2005). La proportion d'administrateurs externes au conseil d'administration ou de surveillance a été opérationnalisée par le ratio rapportant le nombre d'administrateurs externes – n'ayant pas de relation « contractuelle » avec l'entreprise ou de lien de parenté avec l'un de ses dirigeants – au nombre total d'administrateurs (cf rapports Cadbury (1992), Vienot (1995) et Bouton (2002) et le code AFEP-MEDEF (2008)). Les administrateurs externes n'entretenant pas de lien de subordination hiérarchique avec le dirigeant sont par conséquent plus susceptibles de résister aux stratégies d'enracinement du dirigeant, y compris celles consistant à empêcher le changement de structure de gouvernance (Weisbach 1988; Raheja 2005). En ce qui concerne la structure de l'actionnariat nous avons inclus deux variables pouvant avoir une influence sur le choix d'une structure de gouvernance : (1) la concentration de l'actionnariat et (2) l'existence d'une entreprise familiale. La concentration de l'actionnariat a été opérationnalisée par le biais de deux variables continues correspondant au pourcentage total du capital détenu par le premier actionnaire et le pourcentage de capital détenu par le second actionnaire (Hill et Snell 1988). Enfin, la présence d'une entreprise familiale a été opérationnalisée au moyen d'une variable continue mesurant la part de capital détenu par la famille dans son ensemble (holding familial, pacte d'actionnaires) (Dailly et Dollinger 1993)<sup>11</sup>.

### Variables de contrôle

Nos modèles statistiques incorporent une série de variables de contrôle qui peuvent influencer la décision de changement de structure de gouvernance. Plus précisément, nous avons inclus des variables prenant en compte les effets du secteur d'activité, de la taille de l'entreprise, et la présence d'actionnaires particuliers. La littérature souligne que

l'environnement concurrentiel est susceptible d'avoir une influence sur le choix de la structure de gouvernance (Fama et Jensen 1983). La structure duale peut constituer une structure de gouvernance pertinente pour aborder des environnements complexes du fait de la séparation des fonctions qui permet de spécialiser le directoire sur les tâches de management exécutif (Lehn, Patro et Zhao 2005). Pour tenir compte du contexte sectoriel, nous avons utilisé sept variables binaires capturant le code sectoriel principal de chacune des entreprises. Par ailleurs, la taille de l'entreprise est souvent corrélée au champ et à la complexité de l'environnement (Boone *et alii* 2007; Linck *et alii* 2008). Pour contrôler l'effet de la taille de l'entreprise, nous avons retenu le chiffre d'affaires (Beard et Dess 1981). Enfin, nous avons inclus dans nos modèles la présence de deux types d'actionnaires très particuliers : l'Etat français et les salariés. La présence de l'Etat au capital peut avoir une influence sur la structure de gouvernance. Concrètement, l'Etat peut favoriser pour des raisons politiques une structure de gouvernance plutôt qu'une autre (Barca et Trento 1997) en fonction de considérations éloignées de la volonté de contrôle commune aux actionnaires en général (Aguilera *et alii* 2008). Par ailleurs, nous avons aussi inclus une variable mesurant l'actionnariat salarié dans nos modèles. En effet, la littérature souligne assez largement que les actionnaires salariés offrent des opportunités supplémentaires aux dirigeants (Faleye, Merhotra et Morck 2006) en bloquant une partie de capital qui est généralement considérée comme « amicale » pour le dirigeant en place (Gamble 2000). Les dirigeants peuvent alors s'appuyer sur les actionnaires salariés pour résister aux tentatives de changement de structure ou contrebalancer le poids capitalistique des actionnaires principaux. Les statistiques descriptives et les corrélations entre les variables sont présentées dans les tableaux 5 et 6.

## DÉMARCHE EMPIRIQUE, ANALYSE ET RÉSULTATS

### Démarche empirique

Le choix d'une structure de gouvernance a été mesuré à l'aide d'une variable qualitative à trois modalités : conseil d'administration avec PDG (Forme de gouvernance 1, ci-après FG1), conseil d'administration avec séparation des fonctions (FG2) et forme duale (directoire et conseil de surveillance – FG3). D'un point de vue théorique, les choix des formes de gouvernance peuvent être considérés, soit comme des options indépendantes les unes des autres, soit comme un choix progressif vers plus d'autonomie de la structure de gouvernance vis-à-vis du dirigeant. Ceci nous conduit à tester dans une première étape deux types de modèles multinomiaux : les modèles non ordonnés et les modèles ordonnés.

11. Une entreprise familiale peut être appréhendée et définie de plusieurs façons. La littérature considère par rapport à la dichotomie classique propriété/contrôle qu'une entreprise peut être « considérée comme une entreprise familiale si le fondateur ou ses descendants occupent des fonctions de direction ou détiennent des mandats d'administrateurs ou

figurent parmi les actionnaires principaux » – notre traduction – (Ali, Chen, Radhakrishnan 2007; Anderson et Reeb 2003). Pour plus de précisions sur ces différentes modalités, on pourra se reporter à Charlier et Lambert (2009, p68) qui présentent très clairement les différents types d'entreprises familiales.



**TABLEAU 5**  
**Statistiques descriptives par modalité de gouvernance**

	Moyenne FG1	Moyenne FG2	Différence	(t-value)	Moyenne FG1	Moyenne FG3	Différence	(t-value)	Moyenne FG2	Moyenne FG3	Différence	(t-value)
Âge du dirigeant	57,50	53,72	3,78**	(1,22)	57,50	55,00	2,50*	(1,21)	53,72	55,00	-1,28	(1,54)
Durée en poste du dirigeant	15,06	5,65	9,41***	(1,60)	15,06	8,13	6,93***	(1,46)	5,65	8,13	-2,48	(1,26)
Part de capital détenu par le dirigeant	22,22	13,14	9,08*	(4,06)	22,22	19,53	2,69	(3,92)	13,14	19,53	-6,39	(4,44)
Pourcentage d'administrateurs indépendants	74,95	78,82	-3,87	(2,87)	74,95	86,60	-11,65***	(2,73)	78,82	86,60	-7,78*	(3,16)
Part de capital détenu par les actionnaires salariés	1,20	1,55	-0,35	(0,42)	1,20	1,60	-0,39	(0,58)	1,55	1,60	-0,05	(0,80)
Part de capital détenu le premier actionnaire	42,62	33,08	9,54**	(3,63)	42,62	41,92	0,70	(3,42)	33,08	41,92	-8,84*	(4,09)
Part de capital détenu par le second actionnaire	8,58	10,84	-2,27*	(1,12)	8,58	7,99	0,59	(0,96)	10,84	7,99	2,85*	(1,21)
Part de capital détenu par la famille	16,79	12,30	4,50	(3,98)	16,79	24,71	-7,92*	(3,97)	12,30	24,71	-12,42*	(4,78)
Part de capital détenu par l'État français	2,65	1,05	1,60	(1,81)	2,65	1,41	1,25	(1,83)	1,05	1,41	-0,36	(1,58)
Chiffre d'affaires	3042,55	10373,66	-7331,12***	(1810,15)	3042,55	3380,07	-337,52	(1343,98)	10373,66	3380,07	6993,60*	(2706,27)
Retour sur investissement	7,20	8,96	-1,76	(2,43)	7,20	9,28	-2,08	(1,67)	8,96	9,28	-0,32	(2,97)
Secteur industriel 1	0,03	0,04	-0,00	(0,03)	0,03	0,00	0,03	(0,02)	0,04	0,00	0,04	(0,02)
Secteur industriel 2	0,12	0,21	-0,09	(0,06)	0,12	0,11	0,01	(0,05)	0,21	0,11	0,10	(0,06)
Secteur industriel 3	0,24	0,12	0,11	(0,06)	0,24	0,19	0,04	(0,06)	0,12	0,19	-0,07	(0,07)
Secteur industriel 4	0,13	0,16	-0,03	(0,05)	0,13	0,07	0,06	(0,04)	0,16	0,07	0,09	(0,06)
Secteur industriel 5	0,13	0,14	-0,01	(0,05)	0,13	0,22	-0,10	(0,05)	0,14	0,22	-0,08	(0,07)
Secteur industriel 6	0,10	0,14	-0,04	(0,05)	0,10	0,17	-0,07	(0,05)	0,14	0,17	-0,03	(0,06)
Secteur industriel 7	0,15	0,18	-0,02	(0,06)	0,15	0,17	-0,01	(0,05)	0,18	0,17	0,01	(0,07)

**TABLEAU 6**  
**Matrice des corrélations**

	Moyenne	Ecart-type	Min	Max	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
1. Âge du dirigeant	56,04	8,36	39	84	1,00										
2. Durée en poste du dirigeant	11,25	10,34	1,00	47,00	0,44 (0,00)	1,00									
3. Part de capital détenu par le dirigeant	19,61	26,33	0,00	99,53	0,11 (0,08)	0,44 (0,00)	1,00								
4. Pourcentage d'administrateurs indépendants	78,84	19,01	16,67	100,00	0,02 (0,78)	-0,32 (0,00)	-0,30 (0,00)	1,00							
5. Part de capital détenu par les actionnaires salariés	1,38	3,72	0,00	47,00	0,04 (0,52)	-0,09 (0,15)	-0,15 (0,02)	-0,02 (0,76)	1,00						
6. Part de capital détenu le premier actionnaire	40,44	23,58	1,51	95,00	0,07 (0,24)	0,15 (0,01)	0,48 (0,00)	-0,07 (0,24)	-0,09 (0,14)	1,00					
7. Part de capital détenu par le second actionnaire	8,90	6,94	0,00	35,48	-0,06 (0,35)	-0,07 (0,28)	-0,14 (0,02)	0,03 (0,67)	0,01 (0,91)	-0,21 (0,00)	1,00				
8. Part de capital détenu par la famille	17,95	26,88	0,00	88,60	0,07 (0,26)	0,29 (0,00)	0,63 (0,00)	-0,16 (0,01)	-0,09 (0,13)	0,51 (0,00)	-0,19 (0,00)	1,00			
9. Part de capital détenu par l'État français	1,99	11,43	0,00	95,00	0,10 (0,11)	-0,09 (0,13)	-0,13 (0,03)	-0,01 (0,82)	0,07 (0,24)	0,21 (0,00)	-0,07 (0,27)	-0,12 (0,05)	1,00		
10. Chiffre d'affaires	4668,19	12085,35	2,79	90071,57	0,02 (0,72)	-0,18 (0,00)	-0,22 (0,00)	0,08 (0,21)	0,20 (0,00)	-0,19 (0,00)	-0,08 (0,19)	-0,18 (0,00)	0,24 (0,00)	1,00	
11. Retour sur investissement	8,12	14,38	-61,28	118,68	0,05 (0,41)	0,09 (0,14)	0,11 (0,06)	-0,07 (0,26)	0,04 (0,50)	0,23 (0,00)	0,00 (0,97)	0,11 (0,06)	-0,00 (0,98)	-0,04 (0,46)	1,00

Dans un premier temps nous avons estimé un modèle logistique multinomial. Ce type de modèle non ordonné suppose que les paramètres dépendent des alternatives, mais que l'effet des variables explicatives ne dépend que des caractéristiques statistiques des individus. Toutefois, les résultats obtenus avec cette spécification ne sont valables que si la condition d'indépendance des alternatives non pertinentes (IIA pour «Independance of Irrelevant Alternatives») est vérifiée. Dans notre cas, les tests menés (cf annexe 1) amènent à rejeter cette hypothèse. Cela signifie que deux des alternatives (CA avec séparation des fonctions et structure duale) partagent de nombreuses caractéristiques, les rendant trop proches pour être analysée à l'aide d'un logit multinomial<sup>12</sup>. Dès lors, il semble que les valeurs associées aux alternatives reflètent plutôt un processus de choix progressif vers une gouvernance de plus en plus indépendante du dirigeant, ce qui nous amène à opter pour des modèles ordonnés. Dans les modèles ordonnés, les valeurs prises par la variable multinomiale sont considérées comme des intervalles dans lesquels se trouve une variable latente inobservable continue. Parmi les modèles ordonnés existants, nous avons estimé dans une seconde étape un probit ordonné et un logit ordonné. Ces deux modèles supposent par ailleurs que l'effet des variables explicatives est le même selon les alternatives (les coefficients sont estimés pour l'ensemble des choix). Or, le test de Brant (cf annexe 2) nous amène à conclure que cette hypothèse n'est pas valable pour notre échantillon. Dans ce cas, un autre modèle ordonné, relâchant cette hypothèse, est préférable. Il s'agit d'un *stereotype logit* développé par Anderson (1984). L'avantage de ce modèle est qu'il considère que les effets des variables explicatives sur le choix des modalités peuvent être distincts (cf note bas de page n° 12). Ainsi, après estimations et tests, nous aboutissons au fait que le modèle a priori le plus approprié pour l'analyse de nos données est un modèle ordonné, avec des impacts de variables explicatives distincts selon les modalités, que nous avons testé au moyen du *stereotype logit* (Thomas 2000, p. 99). C'est en fine ce dernier modèle dont les résultats sont détaillés ci-après (tableau 7) qui est retenu. Le test de dissimilarité entre les alternatives nous révèle que les modalités FG2 et FG3 sont insuffisamment différentes (ce qui rejoint la conclusion du test IIA sur le modèle logit multinomial). Pour faciliter l'interprétation des résultats nous présentons dans le tableau 7 les «odds ratios» ou pourcentage de chances qui correspondent à l'impact différencié des variables sur chacune des modalités (relativement à la modalité FG1 – CA avec PDG).

12. Dans le cadre de notre étude, si nous retenons un modèle multinomial alors que la condition IIA est violée, cela signifie que l'on néglige la corrélation entre les termes d'erreur aléatoires des alternatives les plus similaires, ici FG2 (CA avec séparation des fonctions de Président et DG) et FG3 (Directoire et Conseil de Surveillance). Dans notre cas, cela conduit à sous-estimer la vraie probabilité de préférer FG1 aux autres formes, car on ignore le fait que l'évènement «FG1 est préféré à

## Analyse et résultats

La lecture des statistiques descriptives nous donne plusieurs éléments contextuels. Le tableau 1 nous indique que 53 % des entreprises avaient adopté la forme CA avec PDG comme dernière forme de gouvernance connue, 21 % la forme CA avec séparation des fonctions Président/DG et 26 % la forme duale. Les formes assurant un degré plus important de contrôle ont progressé sur la période d'observation au détriment de la forme CA avec PDG. Le tableau 2 nous indique par ailleurs que 51 % d'entreprises n'ont pas changé de forme sur la période<sup>13</sup>, 33 % des entreprises ont réalisé un changement de gouvernance et 12 % deux changements. Au global, 49 % des entreprises ont changé au moins une fois de structure de gouvernance la période d'observation de 11 années (maximum : 4 fois sur la période). Parmi les entreprises ayant changé de forme de gouvernance, 55,7 % des entreprises ont adopté une forme de gouvernance assurant un degré de contrôle plus important (forme CA et PDG vers forme CA avec séparation des fonctions Président/DG ou structure duale). Par conséquent, 44,3 % des entreprises ayant opéré un changement ont adopté une structure de gouvernance assurant un degré de contrôle moindre (d'une structure duale ou CA avec séparation des fonctions Président/DG vers la forme CA et PDG).

Les résultats de nos tests montrent par ailleurs que différentes variables exogènes sont susceptibles d'avoir un impact sur le choix de la structure de gouvernance. En ce qui concerne les variables de contrôle, il apparaît que la taille a une influence significative sur la structure de gouvernance. Les très grandes entreprises ont statistiquement plus de chances d'adopter une structure plus autonome (CA avec séparation des fonctions ou structure duale) par rapport à une forme «CA avec PDG». L'âge du dirigeant, sa part détenue dans le capital de la société, la part du capital détenue par les salariés, par le second actionnaire et par l'Etat, ne semblent pas être des facteurs influençant le choix du mode de gouvernance des entreprises du SBF 250. En revanche, à la lecture du tableau 7 nous constatons que d'autres variables apparaissent comme ayant un effet déterminant sur les choix. Concernant l'enracinement potentiel du dirigeant (âge, durée en poste et part de capital détenue), il apparaît que seule la variable mesurant la durée en poste (tenure) a un impact significatif et négatif sur le choix d'une structure de gouvernance plus autonome (CA avec séparation des fonctions ou structure duale). Chaque année supplémentaire pour un dirigeant en poste diminue la probabilité de voir évoluer la structure de gouvernance vers la

FG2», rend l'évènement «FG1 est préféré à FG3» plus vraisemblable. Ainsi, non seulement les probabilités associées à chaque alternative sont biaisées, mais également les coefficients des variables.

13. Dont 68 % de ces entreprises conservant pendant la période d'étude la forme CA et PDG.

TABLEAU 7

**Résultats de la régression *stereotype logit* testant les effets de l'enracinement du dirigeant, la composition du conseil, la structure actionariale et la performance sur le choix d'une structure de gouvernance**

	Modèle 1			
	Stereotype Logit (FG1 catégorie de référence)			
	FG2		FG3	
	Odds ratio	z	Odds ratio	z
Age du dirigeant	1,07	0,35	1,07	0,35
Durée en poste du dirigeant	0,25***	-4,99	0,26***	-5,09
Part de capital détenu par le dirigeant	1,06	0,24	1,06	0,24
Pourcentage d'administrateurs externes	1,81***	2,93	1,76***	2,76
Part de capital détenu le premier actionnaire	0,58**	-2,19	0,60**	-2,19
Part de capital détenu par le second actionnaire	1,26	1,38	1,25	1,39
Part de capital détenu par la famille	2,19***	3,07	2,12***	2,98
Part de capital détenu par les actionnaires salariés	0,97	-0,13	0,97	-0,13
Part de capital détenu par l'Etat français	0,77	-1,20	0,78	-1,21
Chiffre d'affaires	1,86**	2,31	1,80**	2,39
Retour sur investissement	1,38*	1,90	1,36*	1,90
Secteur industriel 1	0,89	-0,49	0,89	-0,49
Secteur industriel 2	1,54	1,59	1,51	1,62
Secteur industriel 3	1,07	0,24	1,07	0,24
Secteur industriel 4	1,29	0,98	1,27	0,99
Secteur industriel 5	1,54	1,56	1,51	1,57
Secteur industriel 6	1,64*	1,88	1,60*	1,89
Secteur industriel 7	1,70*	1,87	1,66*	1,88
cut1				
cut2				
phi1_1	1		1	
phi1_2	0		-0,05	
phi1_3	0,05		0	
theta1	4,07		3,63	
theta2	0		-0,45	
theta3	0,45		0	
Nombre d'observations	272			
chi2(25)	55,68***			
bic	591,02			
brant test chi2(25)				

Seuils de significativité : \*\*\* : 1 %; \*\* 5 %; \* 10 %

forme CA avec séparation des fonctions (relativement à la forme CA avec PDG) – *ceteris paribus* – d'un facteur de 0,25 et d'un facteur de 0,26 pour la structure duale. Cette variable n'influence pas directement le choix entre CA avec séparation des fonctions ou structure duale<sup>14</sup>. Les dirigeants en poste depuis plusieurs années favorisent les structures de gouvernance leur assurant une latitude discrétionnaire plus importante. Le choix de la structure de gouvernance fait aussi l'objet d'une négociation avec les membres du conseil (Hermalin et Weisbach 2003). La variable mesurant le ratio d'administrateurs externes a un impact significatif important sur le choix d'une structure de gouvernance. La présence d'administrateurs externes augmente la probabilité de 1,81 de voir la structure de gouvernance évoluer vers la forme CA avec séparation des fonctions et de 1,76 vers une structure duale. Ainsi, plus la proportion d'administrateurs externes augmente et plus la probabilité de voir la structure de gouvernance évoluer vers une forme plus autonome augmente à son tour. Plus la proportion d'administrateurs externes est importante et plus la structure de gouvernance est censée refléter cette plus grande autonomie vis-à-vis du dirigeant en adoptant la forme 2 ou 3. Par ailleurs, cela peut permettre aux administrateurs externes de renvoyer un signal positif sur leur propre capacité à participer au contrôle du dirigeant (Zajac et Westphal 1995; Eminet et Guedri 2010).

En ce qui concerne la composition de l'actionnariat, nous remarquons que la part de capital détenue par l'Etat et la part de capital détenue par les salariés n'ont pas d'influence significative sur le choix de la structure de gouvernance. En revanche, deux autres variables relatives à l'actionnariat ont une influence statistique. Il apparaît, au vu de nos résultats, que la concentration de l'actionnariat mesurée par la part de capital détenue par le premier actionnaire a un impact négatif sur le choix d'une structure de gouvernance plus autonome. Plus le capital détenu par le premier actionnaire est important (en moyenne : 23,7 % du capital) – plus le capital est concentré – et plus la probabilité de choix d'une structure autonome diminue (est multipliée par 0,58 pour la forme 2 contre 0,6 pour la structure duale). Le contrôle s'exerçant par la structure de gouvernance apparaît peut être moins crucial pour un actionnaire principal contrôlant l'essentiel du capital de l'entreprise. Ainsi, toutes choses égales par ailleurs, le premier actionnaire préfère rester dans une configuration avec CA que d'évoluer vers une structure plus autonome. Une récente étude d'Ernst & Young (2013)<sup>15</sup> souligne par ailleurs la préférence relative des sociétés à actionnariat concentré pour la forme CA avec PDG.

Enfin, nos modèles intègrent l'impact potentiel de la présence d'un actionnariat familial sur le choix de la

structure de gouvernance. Les résultats de nos modèles indiquent que pour les entreprises familiales, la probabilité d'adopter une structure de gouvernance plus autonome est multipliée par 2,19 (forme CA avec séparation des fonctions) et 2,12 (structure duale). Ce résultat s'explique sans doute plus pour des raisons tenant à des questions de succession à la tête de l'entreprise familiale que pour des raisons d'indépendance vis-à-vis du dirigeant. Par ailleurs, nous avons souhaité intégrer l'effet du contexte de performance sur le choix d'une structure de gouvernance. Les résultats indiquent la présence d'une relation positive entre performance de l'entreprise et adoption d'une structure plus autonome. Ces résultats soulignent deux éléments : premièrement, les changements de structures de gouvernance semblent plus probables dans des contextes positifs de performance. Deuxièmement, nos résultats soulignent que pour les entreprises performantes, la forme privilégiée est le CA avec PDG, qui semble avoir des avantages en termes de rapidité de prise de décision (Finkelstein et d'Aveni 1994).

## Discussion

L'objectif de cette recherche était d'examiner les facteurs ayant un impact sur le choix de la structure de gouvernance des sociétés cotées en France. Notre étude porte sur un large échantillon (272 entreprises cotées) et sur une période temporelle importante (1997-2008), qui englobe notamment la «diffusion» progressive des différents codes de gouvernance. Notre fenêtre d'étude nous permet d'analyser l'évolution de l'impact des variables exogènes sur le dernier choix connu de la structure de gouvernance des entreprises composant notre échantillon. Notre étude apporte de ce point de vue une contribution et étend les études françaises précédentes notamment celles de Godard (1998), Godard et Schatt (2000, 2005a,b) et Godard, Schatt et Raffournier (2008). Notre démarche économétrique nous a permis de travailler selon une approche «comparée» des différentes structures de gouvernance. Nos résultats mettent en évidence un résultat majeur : d'un point de vue *statistique*, le test IIA et le test de Brant suggèrent qu'il existe sans doute deux structures réellement différentes. La première (incarnée par le CA avec PDG) est statistiquement différente d'une seconde que l'on peut qualifier «d'autonome» et qui regrouperait deux modalités – CA avec séparation des fonctions ou structure duale. Alors que les structures sont différentes d'un point de vue juridique et organisationnel, nos tests montrent que d'un point de vue statistique, le conseil d'administration avec séparation des fonctions et la forme duale sont très proches. Depuis la loi NRE (2001), le droit français a rapproché ces deux structures de

14. Cela est conforme au résultat du test de dissimilarité entre les alternatives qui montre que les formes *CA avec séparation des fonctions* et la forme *structure duale* sont, d'un point de vue statistique, très proches (cf pp. 16-17)

15. Ernst & Young, 2013, Panorama des pratiques de gouvernance des sociétés cotées françaises. Accessible en ligne : [http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY-Panorama-des-pratiques-de-gouvernance-des-societes-cotees-francaises-2013/\\$FILE/EY-Panorama-des-pratiques-de-gouvernance-des-societes-cotees-francaises-2013.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY-Panorama-des-pratiques-de-gouvernance-des-societes-cotees-francaises-2013/$FILE/EY-Panorama-des-pratiques-de-gouvernance-des-societes-cotees-francaises-2013.pdf)

gouvernance en permettant la séparation plus formelle des fonctions de direction et de contrôle (Couret 2002; Pichet 2009). C'est sans doute cette caractéristique essentielle (séparation formelle des fonctions) commune aux deux formes qui semblent assurer un plus fort degré d'autonomie par rapport au dirigeant. Dans cette situation, il n'est pas surprenant que le dirigeant cherche avant tout à cumuler les fonctions de président du conseil d'administration et de directeur général.

Sur ce point, nos résultats confirment l'existence d'une relation (négative) entre le degré d'enracinement du dirigeant, mesuré par sa durée en poste, et le choix d'une structure plus autonome (hypothèse 1). Conformément à l'analyse développée par Hermalin et Weisbach (1988a,b, 2003), les dirigeants semblent rationnellement incités à résister à l'adoption d'un CA avec séparation des fonctions ou d'une structure duale en raison du plus fort degré de contrôle pesant sur leurs comportements et leurs résultats (Godard et Schatt 2000; 2005a). Par ailleurs, la séparation entre structure de management et structure de contrôle prive le dirigeant d'une marge de manœuvre « politique » qu'il obtient plus aisément dans un conseil d'administration dirigé par un PDG (Godard 1998; Charreaux 1997; Boone *et alii* 2007)<sup>16</sup>. Cependant, le choix d'une structure de gouvernance est affecté par le contexte de performance dans lequel évolue l'entreprise. Nos résultats mettent en évidence une relation positive entre la performance de l'entreprise et la probabilité d'adopter une structure de gouvernance plus autonome. Ils se distinguent en cela de ceux obtenus par Godard (1998) qui ne trouve pas d'impact significatif de la performance sur le choix d'une structure duale. Cette différence peut éventuellement s'expliquer par le fait que notre échantillon porte sur une période plus récente que celui de Godard (1998), ce qui a permis à la forme CA avec séparation des fonctions et à la forme duale de se diffuser sous l'influence des « réformes » et codes de gouvernance en matière de gouvernance. Les résultats de nos modèles ne permettent pas de valider en l'état notre hypothèse 2 (nous avons fait l'hypothèse d'une relation négative) mais mettent néanmoins en évidence l'existence d'une relation statistique significative et positive. Ce résultat peut s'expliquer par plusieurs éléments : un contexte de mauvaises performances, incite toutes choses égales par ailleurs, à réaliser des changements drastiques, comme l'éviction du dirigeant (Friedman et Singh 1989). Changer au préalable de structure de gouvernance peut représenter de ce point de vue une étape intermédiaire dont peuvent se dispenser certains actionnaires qui agiraient dans l'urgence (Daily et Dalton 2007). Par ailleurs, la littérature a montré que la forme CA avec PDG pouvait être une structure efficace en

termes de rapidité de prise de décision (Godard et Schatt 2005c). Un contexte de mauvaises performances peut donc inciter les parties prenantes à maintenir cette forme afin de conserver l'« unicité de décision » (*unity of command*) (Finkelstein et d'Aveni 1994).

En ce qui concerne la composition du conseil, la proportion d'administrateurs externes a bien un effet statistiquement significatif sur le choix d'une structure plus autonome. Ce résultat semble relativement constant dans le contexte français (Godard et Schatt 2000; 2005a,c). Plus la structure de gouvernance compte d'administrateurs externes au sein du conseil (d'administration ou de surveillance) et plus la probabilité de voir évoluer la structure vers une forme plus autonome augmente. Ce résultat amène plusieurs commentaires sur le sens de cette relation. L'évolution vers une forme plus autonome peut s'analyser comme une conséquence de la présence d'administrateurs externes. On peut ainsi considérer que les entreprises ayant un ratio significatif d'administrateurs externes sont les plus enclines à adopter des formes plus autonomes. Le passage à une forme plus autonome ne serait en ce sens qu'une évolution naturelle. On peut aussi interpréter ce résultat comme le résultat d'une négociation entre les dirigeants et ses administrateurs (Boone *et alii* 2007) se traduisant vers cette évolution qui peut sembler logique en raison d'un contexte poussant les entreprises à adopter des structures de gouvernance plus autonomes et transparentes (Wirtz 2008). Les différents codes de gouvernance ainsi que les critères d'évaluation extra-financière insistent sur l'adoption de structures favorisant le contrôle et la séparation des fonctions de management exécutif et de surveillance dans les structures de gouvernance (Brown et Caylor 2006; Wirtz 2008). Enfin, il ne faut pas négliger le propre intérêt des administrateurs externes. En effet, dans un contexte de professionnalisation de la fonction d'administrateur, les individus concernés peuvent souhaiter renvoyer un signal positif sur le « marché » des administrateurs en montrant par le biais de ce changement leur capacité à contrôler efficacement le dirigeant et la structure de gouvernance (Eminet et Guedri 2010). Et quoi de plus significatif que de renvoyer le signal que les administrateurs externes ont contribué à faire évoluer le conseil vers une forme plus autonome ?

Par ailleurs, nous avons cherché à mesurer l'impact de la structure actionnariale sur le choix de la structure de gouvernance. Parmi les différents types d'actionnaires que nous avons intégrés dans nos modèles, il apparaît que la concentration de l'actionnariat (hypothèse 4) et l'actionnariat familial (hypothèse 5) ont un impact sur la structure de gouvernance. La concentration actionnariale est

16. Les résultats obtenus dans cette étude se démarquent de ceux obtenus dans les études anglo-saxonnes. En effet, les pays anglo-saxons se distinguent par le recours massif à la séparation des fonctions de Président du Conseil et de Directeur Général afin d'assurer un niveau élevé de contrôle, la forme duale n'existant pas dans le droit américain par exemple (Maassen 2002). En revanche, la forme duale est institutionnellement imposée ou dominante dans certains pays européens

(Allemagne, Pays-Bas, Finlande, Suède notamment). La France se situe dans une situation intermédiaire en permettant aux entreprises d'avoir le choix entre deux formes : conseil d'administration ou structure duale. Nos résultats sont donc à replacer dans le cadre de ces différences institutionnelles et leur comparaison éventuelle avec les études anglo-saxonnes doit être menée avec précaution.

négalement liée à l'adoption d'une structure autonome. Ceci semble assez logique dans le sens où le pouvoir capitalistique détenu par le premier actionnaire l'incite relativement moins à adopter une structure plus autonome. Enfin, le type d'actionnaires joue particulièrement dans le cas spécifique des entreprises familiales mais ne joue pas dans le cas de l'actionnariat salarié ou étatique. Nos résultats soulignent que les entreprises familiales favorisent les formes CA avec séparation et structure duale, sans doute pour des raisons liées à l'organisation de la succession à la tête de l'entreprise. Le successeur peut en effet assurer la fonction de DG alors que le précédent directeur général exerce la fonction de président du conseil d'administration (respectivement président du Directoire et président du conseil de surveillance dans la structure duale), permettant ainsi une transition en douceur à la tête de l'entreprise (Barredy 2008). Ces résultats sont constants puisque Godard dans son article de (1998) faisait déjà état de ce particularisme des entreprises familiales. L'auteure soulignait que le choix de ce type de structure de gouvernance convenait spécifiquement aux sociétés familiales car elle permettait de s'assurer de l'engagement et de l'implication de la famille dans l'entreprise mais également répondait aux besoins de protection du pouvoir des dirigeants en exercice. Le découpage en Directoire et Conseil de Surveillance permettait également aux sociétés familiales d'intégrer des managers extérieurs (à la famille) donc apporteurs de ressources et compétences externes, transférables aux membres de la famille par apprentissage.

Nos résultats étendent donc ceux figurant dans une série de contributions francophones (Godard 1998; Godard et Schatt 2000, 2005a,b,c; Godard, Schatt et Raffournier 2008; Barredy 2008) en montrant que, sur un échantillon plus large, le processus susceptible d'aboutir à l'adoption d'une structure plus autonome est lié au niveau d'enracinement du dirigeant, à la composition du conseil, de l'actionnariat et au contexte de performance de l'entreprise. Au final, nos résultats apportent un éclairage sur le choix de la structure de gouvernance sur une période relativement importante. Notre échantillon intègre notamment les années consécutives à la mise en place de la séparation des fonctions de président du conseil et de DG au sein des CA français. Notre étude analyse également sur une longue période les effets des codes et rapports de gouvernance qui incitent les entreprises à adopter des structures plus transparentes en termes de gouvernance et de contrôle des dirigeants. Notre étude montre également que, sur la période, la forme «CA avec séparation des fonctions» est, d'un point de vue statistique, très proche de la «structure duale». La forme «CA avec PDG» semble potentiellement dominée par le personnage central qu'est le PDG qui apparaît comme étant en position de force dans les négociations avec les différentes parties prenantes autour du choix de la structure de gouvernance (Boone *et alii* 2007) : le dirigeant constitue le personnage clé de ce processus. Au-delà du rôle pivot joué par le dirigeant, d'autres variables ont un impact sur le

choix de la structure de gouvernance (contexte de performance, composition du conseil, structure de l'actionnariat : géographie du capital et types d'actionnaires).

Nos résultats appellent plusieurs voies de recherche. Dans un premier temps, il nous paraît intéressant d'examiner en détails quels sont les impacts différenciés des variables exogènes sur l'historique des formes de gouvernance (les changements des structures de gouvernance pour une entreprise donnée, sur plusieurs années). Ceci nous permettrait de mieux exploiter la composante intra-firme de nos données. Par ailleurs, afin d'affiner la prise en compte du contexte dans lequel évolue l'entreprise, il pourrait être intéressant d'intégrer par exemple la note de gouvernement d'entreprise attribuée par des agences de notation (Standard & Poors, ISS, GMI,...). Par ailleurs, il peut être intéressant d'affiner les variables ayant un impact sur la capacité de résistance du conseil notamment par le biais d'une étude biographique de ces administrateurs ou d'une évaluation de leur degré de passivité ou d'activisme (Eminet et Guedri 2010). Enfin, notre étude se focalise sur les changements de structures de gouvernance en privilégiant la question de l'enracinement du dirigeant. Cependant, notre étude ne prend pas en compte des éléments contextuels autour du dirigeant de l'entreprise. La littérature sur les successions ou les départs des dirigeants souligne que le contexte d'exercice du mandat du dirigeant n'est pas neutre (Occasio 1999). Par exemple, un dirigeant interne ayant gravi peu à peu les échelons jusqu'au poste de DG est susceptible d'avoir entamé un processus d'enracinement quelques années auparavant. De façon plus globale, l'origine du DG (recrutement interne ou externe), sa réputation, son expérience et son réseau sont susceptibles de jouer sur l'exercice de son mandat et son maintien en poste (Zhang 2008). A ce titre, une piste de recherche intéressante semble se dessiner autour de l'impact potentiel des caractéristiques personnelles du DG : origine (externe/interne), date d'arrivée. Ces éléments sont susceptibles de favoriser ou non l'évolution potentielle de la structure de gouvernance.

## Conclusion

Notre article a pour objectif de s'interroger sur les variables susceptibles d'influencer le choix et l'évolution des structures de gouvernance des sociétés cotées françaises. Le choix d'une structure de gouvernance est déterminant dans le cadre des relations d'agences potentielles existant entre le dirigeant et son conseil. Dans ce cadre, il apparaît que des variables personnelles liées à la capacité d'enracinement du dirigeant, mais également la composition du conseil ou la structure de l'actionnariat sont susceptibles d'avoir une influence sur la structure de gouvernance. Notre étude empirique porte sur un total de 272 entreprises cotées françaises, analysées sur une période longue (1997-2008) englobant notamment la période de publication et de diffusion des différents codes de gouvernance.

Les résultats de notre étude montrent que la durée en poste du dirigeant et la concentration de l'actionnariat ont un impact négatif sur le choix d'une structure plus autonome (CA avec séparation des fonctions ou structure duale) alors qu'une proportion élevée d'administrateurs externes ainsi que la présence d'une famille au capital a un impact positif et significatif sur l'adoption d'une structure plus autonome.

Nos résultats complètent et étendent les différentes contributions sur le sujet en montrant notamment que parmi les trois formes principales de gouvernance, une proximité statistique importante existe entre la forme CA avec séparation des fonctions Président/DG et la forme structure duale. Ce résultat a été obtenu en mobilisant une méthode économétrique permettant d'évaluer la similarité ou la dissimilarité des différentes alternatives. Par ailleurs, notre étude étend les résultats des études francophones précédentes (Godard 1998; Godard et Schatt 2000, 2005a,b,c; Godard, Schatt et Raffournier 2008; Barredy 2008) en testant empiriquement l'influence de l'enracinement, de la composition du conseil et de la structure de l'actionnariat sur le choix de la forme de gouvernance des sociétés cotées françaises. Les pistes de recherches restent nombreuses. Il pourrait être notamment intéressant d'intégrer dans des études postérieures l'impact potentiel du contexte d'exercice du mandat du DG, l'activisme ou la passivité des administrateurs et du conseil ou encore l'évaluation de la gouvernance des entreprises par les agences de notation spécialisées.

### Bibliographie

- AGUILERA R., FILATOTCHEV I., GOSPEL H. ET JACKSON G., (2008), An Organizational Approach to Comparative Corporate Governance: Costs, Contingencies, and Complementarities, *Organization Science*, vol. 19, n° 3, pp. 475-492.
- ALI A., CHEN T-Y, RADHAKRISHNAN S., (2007), Corporate disclosures by family firms, *Journal of Accounting and Economics*, vol. 44, n° 1-2, pp. 238-286.
- ANDERSON, J., (1984), Regression and Ordered Categorical Variables (with Discussion), *Journal of the Royal Statistical Society, Series B*, vol. 46, pp. 1-30.
- ANDERSON R., REEB D., (2003), Founding-Family Ownership and Firm Performance: Evidence from the S&P 500, *Journal of Finance*, vol. 58, n° 3, pp. 1301-1327.
- BAKER M., ET GOMPERS P., (2003), The Determinants of Board Structure at the Initial Public Offering, *Journal of Law & Economics*, vol. 46, n° 2, pp. 569-98.
- BALIGA B., MOYER B. ET RAO R., (1996), CEO Duality and Firm Performance: What's the Fuss?, *Strategic Management Journal*, vol. 17, n° 1, pp. 41-53.
- BARCA F. ET TRENTO S., (1997), State Ownership and the Evolution of Italian Corporate Governance, *Industrial and Corporate Change*, vol. 6, n° 3, pp. 533-559.
- BEARD D., ET DESS G., (1981), Corporate-Level Strategy, Business-Level Strategy, and Firm Performance, *Academy of Management Journal*, 24, pp. 663-689.
- BARRÉDY C., (2008), Gouvernance de la société familiale cotée : les raisons de l'adoption d'une SA en directoire et conseil de surveillance, *Revue Française de Gestion*, n° 185, pp. 1-19.
- BOONE A., FIELD CASARES L., KARPOFF J., RAHEJA C., (2007), The determinants of corporate board size and composition: an empirical analysis, *Journal of Financial Economics*, vol. 85, pp. 66-101.
- BOROKHOVICH K., PARRINO R. ET TRAPANI T., (1996), Outside directors and CEO selection, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 31, pp. 337-355.
- BROWN L., CAYLOR M., (2006), Corporate governance and firm valuation, *Journal of Accounting and Public Policy*, n° 25, pp. 409-434.
- BURKART M., F. PANUNZI, ET SHLEIFER A., (2003), Family firms, *Journal of Finance*, vol. 58, n° 5, pp. 2167-2202.
- CADBURY A., (1992), *The Financial Aspects of Corporate Governance*, Burgess Science Press, Great Britain.
- CASTANIAS R., HELFAT C., (1992), Managerial and Windfall Rents in the Market for Corporate Control, *Journal of Economic Behavior and Organisation*, vol. 18, pp. 153-184.
- CHARLIER P., (2013), La société en Commandite par actions : un outil de transmission pour la l'entreprise familiale cotée; 12<sup>e</sup> Conférence Internationale de Gouvernance, Nantes, 2 et 3 mai 2013.
- CHARLIER P. ET CARTIER J-B., (2012), Les particularités de la société en commandite par actions au regard des conflits d'agence, 4<sup>e</sup> Colloque international Fiscalité, Droit et Sciences de Gestion, 6 et 7 décembre 2012, Marrakech.
- CHARLIER P. ET LAMBERT G., (2009), Analyse multivariable de la performance des PME familiales : Une lecture par la théorie positive de l'agence, *Management International*, vol. 13, n° 2, pp. 67-79.
- CHARREAUX G., (1997), Vers une théorie du gouvernement des entreprises, dans *Le Gouvernement des Entreprises*, Charreaux G. (ed.), coll. Recherche en Gestion, Economica p. 421-469.
- CLARKE T., (2007), *International Corporate Governance: A Comparative Approach*, Routledge.
- COURET A., (2002), L'évolution juridique du cadre, *Revue Française de Gestion*, n° 141, pp. 377-395.
- DAILY C., DALTON, D., RAJAGOPALAN, N., (2003), Governance through ownership: centuries of practice, decades of research, *Academy of Management Journal*, vol. 46, pp. 151-158.
- DAILY C. ET DALTON D., (2007), CEO and director turnover in failing firms: An illusion of change?, *Strategic Management Journal*, vol. 16, n° 5, pp. 393-400.
- DAVIDSON W., NEMEC C. ET WORRELL D., (2001), Succession Planning vs. Agency Theory: A Test of Harris and Helfat's Interpretation of Plurality Announcement Market Returns, *Strategic Management Journal*, vol. 22, n° 2, pp. 179-184.
- DENIS D. ET SARIN A., (1999), Ownership and board structures in publicly traded corporations, *Journal of Financial Economics*, vol. 52, pp. 187-224.
- EMINET A., GUEDRI Z., (2010), The Role of Nominating Committees and Director Reputation in Shaping the Labor Market for Directors: An Empirical Assessment, *Corporate Governance: an International Review*, vol. 18, n° 6, pp. 557-574.



- FALEYE O., MEHROTRA V., MORCK R., (2006), When Labor Has a Voice in Corporate Governance, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 41, n° 3, p. 489-510.
- FAMA E. ET JENSEN M., (1983), Separation of Ownership and Control, *Journal of Law and Economics*, vol. 26, pp. 301-326.
- FINKELSTEIN S., D'AVENI R., (1994), CEO Duality as a Double – Edged Sword : How Boards of Directors Balance Entrenchment Avoidance and Unity of Command, *Academy of Management Journal*, vol. 37, n° 5, p. 1079-1108.
- FRIEDMAN S. ET SINGH H., (1989), CEO Succession and Stockholder Reaction: The Influence of Organizational Context and Event Content, *Academy of Management Journal*, vol. 32, n° 4, pp. 718-744.
- GAMBLE J., (2000), Management Commitment to Innovation and ESOP Stock Concentration, *Journal of Business Venturing*, vol. 15, p. 433-447.
- GODARD L., (1998), Les déterminants du choix entre un conseil d'administration et un conseil de surveillance, *Finance-Contrôle-Stratégie*, vol. 1, n° 4, pp. 39-61.
- GODARD L., SCHATT A., (2000), Quelles sont les caractéristiques optimales du conseil d'administration ?, *La Revue du Financier*, n° 127, pp. 36-47.
- GODARD L., SCHATT A., (2005a), Les déterminants de la qualité des conseils d'administration français, *Gestion 2000* vol. 22, n° 4, p. 81-101 2005
- GODARD L., SCHATT A., (2005b), Caractéristiques et fonctionnement des conseils d'administration français : un état des lieux, *Revue Française de Gestion* vol. 31, n° 158, p. 69-87.
- GODARD L., SCHATT A., (2005c), Faut-il limiter le cumul des fonctions dans les conseils d'administration ? Le cas français, *La Revue des Sciences de Gestion*, n° 213, p. 61-72.
- GODARD L., SCHATT A. ET RAFFOURNIER B., (2008), Quels sont les déterminants de la composition des conseils d'administration ? Le cas des entreprises belges, françaises, et suisses, *Revue Française de Gouvernance d'Entreprise* n° 4, 2<sup>e</sup> semestre, p. 33-58.
- GOYAL V. ET PARK C., (2002), Board leadership structure and CEO turnover, *Journal of Corporate Finance*, vol. 8, n° 1, pp. 49-66.
- GOMEZ P-Y, KORINE H., (2009), L'entreprise dans la démocratie, De Boeck.
- GRAZIANO C. ET LUPORINI A., (2005), Ownership Concentration, Monitoring and Optimal Board Structure, *CESifo Working Paper Series*, *CESifo Working Paper* n° 1543.
- GREENE W., (2008), *Econometric Analysis*, Pearson, 6<sup>e</sup> édition.
- HARRIS D. ET HELFAT C., (1998), CEO Duality, Succession, Capabilities and Agency Theory: Commentary and Research Agenda, *Strategic Management Journal*, vol. 19, n° 9, pp. 901-904.
- HERMALIN B. ET WEISBACH M., (1988), The Determinants of Board Composition, *RAND Journal of Economics*, vol. 19, pp. 589-606.
- HERMALIN B., WEISBACH M., (1998), Endogenously chosen boards of directors and their monitoring of the CEO, *American Economic Review*, vol. 88, pp. 96-118.
- HERMALIN B., WEISBACH M., (2003), Board of directors as an endogenously determined institution: A survey of economic literature, *FRBNY Economic Policy Review*, Avril, pp. 7-26.
- HILL C., PHAN P., (1991), CEO tenure as determinant of CEO pay, *Academy of Management Journal*, vol. 34, n° 3, pp. 707-717.
- HILL, C., SNELL S., (1988), External Control, Corporate Strategy, and Firm Performance in Research-Intensive Industries, *Strategic Management Journal*, vol. 9, pp. 577-589.
- IYENGAR R. ET ZAMPELLI E., (2009), Self-Selection, Endogeneity, and the Relationship between CEO Duality and Firm Performance, *Strategic Management Journal*, vol. 30, n° 10, pp. 1092-1112.
- JENSEN M., WARNER J., (1988), The distribution of power among corporate managers, *Journal of Financial Economics*, vol. 20, pp. 3-24.
- JOHNSON, J., DAILY C., ET ELLSTRAND, A., (1996), Boards of directors: A review and research agenda, *Journal of Management*, vol. 22, pp. 409-438.
- KOSNIK R., (1987), Greenmail: A study of board performance in corporate governance. *Administrative Science Quarterly*. 32:163-185.
- LEHN K., PATRO S., ZHAO M., (2005), Determinants of the size and structure of corporate boards: 1935-2000, Unpublished working paper, University of Pittsburgh.
- LINCK, J., NETTER J., YANG T., (2008), Determinants of Board Structure, *Journal of Financial Economics*, vol. 87, pp. 308-328.
- MAASEN G., (2002), *An International Comparison of Corporate Governance Models*, Spencer Stuart, 3<sup>e</sup> édition.
- MACE M., (1971), *Directors : Myth and Reality*, Boston, Harvard University Graduate School of Business Administration.
- MIZRUCHI, M., (1983), Who Controls Whom?: An Examination of the Relation Between Management and Boards of Directors in Large American Corporations, *Academy of Management Review*, vol. 8, pp. 426-435.
- MORCK R., SCHLEIFER A., VISHNY R., (1988), Managerial ownership and market valuation: an empirical analysis, *Journal of Financial Economics*, vol. 20, pp. 293-315.
- OCCASIO W., (1999), Institutionalized Action and Corporate Governance: The Reliance on Rules of CEO Succession, *Administrative Science Quarterly*, vol. 44, n° 2, pp. 384-416.
- PICHARD-STAMFORD J-P., (2002), L'enracinement des dirigeants familiaux in *La gestion des entreprises familiales*, de Caby J. et Hirigoyen G. (eds.), Economica.
- PICHET E., (2009), Le gouvernement d'entreprise dans les grandes sociétés cotées, Les Editions du Siècle.
- RAHEJA C., (2005), Determinants of Board Size and Composition: A Theory of Corporate Boards, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 40, n° 2, pp. 283-306.
- RECHNER P., DALTON D., CEO duality and Organizational Performance: A Longitudinal Study, *Strategic Management Journal*, vol. 12, pp. 155-160.
- SHLEIFER, A. ET VISHNY R., (1989), Management entrenchment : The case of manager-specific investments, *Journal of Financial Economics*, vol. 25, n° 1, pp.123-139
- SHLEIFER A. ET VISHNY R., (1997), A survey of corporate governance, *Journal of Finance*, vol. 52, pp. 737 – 783.
- THOMAS A., (2000), *Econométrie des variables qualitatives*, Dunod.

- TUGGLE C., SIRMON D, REUTZEL C., BIERMAN L., (2010), Commanding Board of Director Attention : Investigating How Organizational Performance and CEO Duality Affect Board Member's Attention To Monitoring, *Strategic Management Journal*, vol. 31, pp. 946-968.
- VANCE S., (1983), *Corporate Leadership: Boards of Directors and Strategy*, New York, McGraw-Hill.
- WEISBACH M., (1988), Outside directors and CEO turnover, *Journal of Financial Economics*, vol. 20, pp. 431-460.
- WESTPHAL J., (1998), Board Games: How CEOs Adapt to Increases in Structural Board Independence from Management, *Administrative Science Quarterly*, vol. 43, n° 3, pp. 511-537
- WIRTZ P., (2008), *Les meilleures pratiques de gouvernance d'entreprise*, La Découverte, Paris.
- ZAJAC E. ET WESTPHAL P., (1995), Who shall govern? CEO/board power, demographic similarity, and new director selection, *Administrative Science Quarterly*, n° 40, pp. 60-83.
- ZHANG Y., (2008), Information Asymmetry and Dismissal of Newly Appointed CEOs, *Strategic Management Journal*, vol. 29, pp. 859-872.

---



---

## ANNEXE 1

### Condition d'indépendance des alternatives non pertinentes (Test IIA- Independence of Irrelevant Alternatives)

Omitted	lnL(full)	lnL(omit)	chi2	df	P > chi2	evidence
2	-87,865	-44,148	87,434	26	0,000	against Ho
3	-41,126	-27,234	27,784	26	0,369	for Ho
1	-692,563	-18,768	1347,592	26	0,000	against Ho

---



---

## ANNEXE 2

### Test de Brant sur logit ordonné

---

$\chi^2(24) = 65,13$

---

Prob >  $\chi^2 = 0,0000$

---

Ce résultat amène à rejeter l'hypothèse nulle d'impact identique des variables selon les alternatives.

## ANNEXE 3

**Résultats des régression logit multinomial et *stereotype logit* testant les effets de l'enracinement du dirigeant, la composition du conseil, la structure actionnariale et la performance sur le choix d'une structure de gouvernance**

	Modèle 1				Modèle 2			
	Logit Multinomial (FG1 catégorie de référence)				Stereotype Logit (FG1 catégorie de référence)			
	FG2		FG3		FG2		FG3	
	odds ratio	z	odds ratio	z	odds ratio	z	odds ratio	z
Âge du dirigeant	1,10	0,37	1,05	0,22	1,07	0,35	1,07	0,35
Durée en poste du dirigeant	0,16***	-4,24	0,32***	-3,91	0,25***	-4,99	0,26***	-5,09
Part de capital détenu par le dirigeant	1,15	0,4	1,04	0,15	1,06	0,24	1,06	0,24
Pourcentage d'administrateurs externes	1,16	0,59	2,53***	3,91	1,81***	2,93	1,76***	2,76
Part de capital détenu le premier actionnaire	0,51**	-2,18	0,57**	-2,07	0,58**	-2,19	0,60**	-2,19
Part de capital détenu par le second actionnaire	1,61**	2,43	0,99	-0,05	1,26	1,38	1,25	1,39
Part de capital détenu par la famille	1,59	1,33	2,61***	3,34	2,19***	3,07	2,12***	2,98
Part de capital détenu par les actionnaires salariés	0,87	-0,4	0,95	-0,15	0,97	-0,13	0,97	-0,13
Part de capital détenu par l'État français	0,61	-1,52	1,02	0,06	0,77	-1,20	0,78	-1,21
Chiffre d'affaires	2,32***	2,87	1,28	0,85	1,86**	2,31	1,80**	2,39
Retour sur investissement	1,42*	1,81	1,34	1,57	1,38*	1,90	1,36*	1,90
Secteur industriel 1	1,28	0,84	0,10	-0,02	0,89	-0,49	0,89	-0,49
Secteur industriel 2	3,00**	2,5	1,04	0,13	1,54	1,59	1,51	1,62
Secteur industriel 3	1,33	0,56	0,95	-0,18	1,07	0,24	1,07	0,24
Secteur industriel 4	2,13*	1,8	1,04	0,14	1,29	0,98	1,27	0,99
Secteur industriel 5	2,17*	1,67	1,31	0,96	1,54	1,56	1,51	1,57
Secteur industriel 6	2,25*	1,82	1,50	1,5	1,64*	1,88	1,60*	1,89
Secteur industriel 7	2,54**	2	1,35	1,01	1,70*	1,87	1,66*	1,88
cut1		-1,57		-2,59				
cut2								
phi1_1					1		1	
phi1_2					0		-0,05	
phi1_3					0,05		0	
theta1					4,07		3,63	
theta2					0		-0,45	
theta3					0,45		0	
Number of obs	272				272			
chi2(25)	173,22***				55,68***			
bic	671,71				591,02			
brant test chi2(25)								

Seuils de significativité : \*\*\* : 1 %; \*\* 5 %; \* 10 %