

**ÉTUDE DES LIENS ENTRE LES
CARACTÉRISTIQUES DU CONSEIL
D'ADMINISTRATION ET LA
PERFORMANCE DE L'ENTREPRISE :
APPLICATION AUX CONTEXTES
BELGES ET FRANÇAIS**

Jury :
Promoteur :
Danielle SOUGNÉ
Lecteurs :
Charles DELLOYE
Jacques DEFER

Mémoire présenté par
Antoine PRÉMONT
En vue de l'obtention du diplôme de
Master en Sciences de Gestion à
finalité spécialisée en
Audit et Analyse financière
Année académique 2015/2016

**ÉTUDE DES LIENS ENTRE LES
CARACTÉRISTIQUES DU CONSEIL
D'ADMINISTRATION ET LA
PERFORMANCE DE L'ENTREPRISE :
APPLICATION AUX CONTEXTES
BELGES ET FRANÇAIS**

Jury :
Promoteur :
Danielle SOUGNÉ
Lecteurs :
Charles DELLOYE
Jacques DEFER

Mémoire présenté par
Antoine PRÉMONT
En vue de l'obtention du diplôme de
Master en Sciences de Gestion à
finalité spécialisée en
Audit et Analyse financière
Année académique 2015/2016

Sommaire

Introduction générale	1
Chapitre I : Définition de la gouvernance d'entreprise	9
Chapitre II : La gouvernance d'entreprise d'un point de vue historique	13
Chapitre III : Les systèmes de gouvernance d'entreprise	19
Chapitre IV : Les mécanismes de gouvernance d'entreprise	25
Chapitre V : Une réponse réglementaire et juridique	29
Chapitre VI : Fonctionnement des sociétés anonymes	39
Chapitre VII : Hypothèses de la recherche	45
Chapitre VIII : Méthodologie	57
Chapitre IX : Résultats des tests statistiques	65
Conclusion générale	77
ANNEXES	I
Bibliographie	XIII
Table des matières	XIX

Remerciements

Arrivé au terme de la rédaction de ce mémoire, il m'est particulièrement agréable d'exprimer ma reconnaissance et mes remerciements à tous ceux qui, par leur enseignement, leur soutien et leurs conseils, m'ont aidé à sa réalisation.

Je voudrais tout d'abord adresser toute ma gratitude à la promotrice de ce mémoire, Madame Danielle Sougné, pour sa patience, sa disponibilité et surtout ses judicieux conseils qui ont contribué à alimenter ma réflexion.

Mes remerciements vont également à Monsieur Jacques Defér et Monsieur Charles Delloye, mes lecteurs, pour leur temps consacré à la lecture de ce mémoire, pour leurs précieux conseils et pour leur enthousiasme.

Je souhaite également mentionner Anne-Sophie Hoffait, Nabila Boussaid et Victoria Sadzot, pour leur aide dans la compréhension des éléments statistiques nécessaires à la réalisation de l'étude de cas.

Ce mémoire est l'achèvement de cinq années d'études à HEC-ULg, d'abord en Bachelier en Sciences économiques et de gestion et ensuite en Master en Sciences de Gestion à finalité spécialisée en Analyse financière et Audit et je tiens à rendre hommage à ma famille, à mes amis et à Martin pour leur soutien inestimable tout au long de ce parcours universitaire.

Introduction générale

La présent mémoire traite de la gouvernance des entreprises, sujet de plus en plus débattu, que ce soit dans la sphère économique et financière en général, qu'au sein des entreprises en particulier. L'intérêt porté à la gouvernance de l'entreprise n'est pas neuf et remonte aux travaux fondateurs de Berle et Means publiés en 1932, qui s'intéressaient déjà à l'époque à la séparation entre la propriété et le contrôle de la firme, principe fondamental de toutes les théories consacrées à la gouvernance des entreprises. Tout au long du XXe siècle, des auteurs scientifiques ont consacré leurs recherches à l'analyse des systèmes et mécanismes de gouvernance, sous la lanterne de la théorie de l'agence qui oppose dirigeants et propriétaires.

Les grands scandales financiers du début du XXIe siècle ont mis en évidence les dysfonctionnements dans les systèmes de contrôle de l'action des dirigeants. Les faillites de grandes entreprises, pour la plupart résultant de manipulations comptables orchestrées par leurs dirigeants, dont les plus connues sont celles des entreprises Enron et WorldCom, considérées à l'époque comme des modèles de réussite, ont mis en évidence les sentiments d'impunité et de toute-puissance avec lesquels ceux-ci ont agi sans être inquiété jusqu'à la survenance du drame. De nombreux acteurs de l'entreprise et des marchés financiers, mais aussi les états se sont emparés de la question et ont apporté une réponse à la fois réglementaire, avec la publication de codes de bonne gouvernance dont le but est de restaurer la confiance des investisseurs et du grand public envers les entreprises, et légale par de nouvelles lois imposant des contraintes plus strictes aux entreprises dans la mise en place de leurs systèmes de contrôle et de leur gouvernance. Une bonne gouvernance est aujourd'hui considérée comme un réel atout et est un facteur permettant aux entreprises d'accéder plus aisément à des financements de par l'importance de la réputation et de la performance de l'entreprise dans ce processus.

Une bonne gouvernance d'entreprise s'impose aussi comme un impératif dans un monde économique chamboulé par une mondialisation toujours plus difficile à maîtriser. L'économie est aujourd'hui une préoccupation majeure de la plupart des acteurs, qu'ils soient états, citoyens ou entreprises. La crise de 2007 a démontré la faiblesse des entreprises face aux conjonctures extérieures. La gouvernance peut être un moyen de rétablir la

confiance dans le système économique et financier, meurtri par ces évènements.

Ces dernières années, de très nombreuses études, pour la plupart quantitatives, ont été menées afin de réfléchir à la question des relations entre la gouvernance d'entreprise et les performances de celles-ci. Ces travaux ont été conduits dans des contextes parfois très éloignés à travers les différentes parties du monde. En effet, nos recherches nous ont permis de nous rendre compte que la gouvernance n'est pas la même dans tous les pays et qu'elle est amplement influencée par l'histoire et la culture économiques et légales propres à chaque nation. Plusieurs thèmes récurrents ont été l'objet d'investigations, par exemple la recherche de liens entre la structure de propriété des entreprises et leur performance ou encore, l'analyse de l'implication d'une séparation de la propriété et du contrôle des firmes sur la composition du conseil d'administration. Néanmoins, la Belgique, peut-être en raison de la petite taille de son économie et de l'importante internationalisation de ses plus grandes entreprises, n'a pas reçu pareil intérêt. C'est la raison pour laquelle nous avons décidé d'examiner plus précisément le contexte belge.

Ce mémoire a pour ambition principale d'étudier les relations qui peuvent exister entre les caractéristiques des conseils d'administration et la performance des entreprises. Les caractéristiques les plus importantes des conseils d'administration ont été dégagées à partir d'études précédemment réalisées et des bonnes pratiques prônées par les codes de gouvernance. Afin de tester les hypothèses arrêtées, plusieurs types de tests statistiques sous forme d'analyse de modèles de régression linéaire et de matrices de corrélation ont été conduits. Un échantillon de quarante-sept entreprises a été construit pour servir de base à l'étude empirique. Cet échantillon comprend quatorze entreprises sélectionnées à l'intérieur de l'indice belge BEL 20 et trente-trois entreprises comprises dans l'indice français CAC 40. L'ajout d'entreprises françaises, dont la configuration est proche de la nôtre, à l'échantillon total nous a permis d'en augmenter la taille et ainsi de renforcer la précision de notre recherche.

Notre travail se structure en trois parties distinctes s'ajoutant à cette introduction. Tout d'abord, la revue de la littérature s'attachera à mettre en avant les principaux concepts théoriques relatifs à la gouvernance des entreprises : sa définition, l'historique de son développement, les différents systèmes de gouvernance à travers le monde et selon les configurations légales et financières, les mécanismes par lesquels la gouvernance agit, mais

aussi l'analyse de la réponse des codes belge et français de bonne gouvernance d'entreprise. La revue de la littérature est suivie de la partie empirique comprenant d'abord la méthodologie dans laquelle la méthode et le choix de l'échantillon seront explicités, suivie des résultats des tests statistiques et de leur discussion. Nous terminerons par une conclusion générale et tenterons d'établir des propositions pour la conduite de futures études.

Partie 1 :
Revue de la littérature

Cette première partie de notre travail constitue la revue de littérature. Celle-ci a pour but de mettre en place le cadre théorique nécessaire à la bonne compréhension des concepts de la gouvernance d'entreprise et des hypothèses que nous avons fait le choix de retenir pour la réalisation de l'étude empirique. Tout d'abord, nous définirons le terme de gouvernance d'entreprise selon son étymologie française et historique, mais aussi à travers les différentes visions que nous avons pu rencontrer dans la littérature scientifique. Nous nous intéresserons ensuite à l'histoire de l'apparition et de l'évolution de la gouvernance au fil des siècles ainsi qu'aux grandes théories développées par les grands courants de la pensée moderne sur le sujet. Puis, nous nous attarderons sur des aspects plus pratiques de la gouvernance d'entreprise en exposant le fonctionnement des sociétés anonymes et de leurs organes en Belgique et en France. Nous ajouterons à cela une analyse poussée des codes de gouvernance d'entreprise dédiés aux sociétés de ce type admises sur les marchés boursiers. Enfin, nous développerons les hypothèses choisies pour la performance de notre étude statistique au regard des résultats de travaux scientifiques précédemment réalisés et des pratiques mises en avant par les codes susmentionnés.

Chapitre I : Définition de la gouvernance d'entreprise

Ce mémoire traitant en majeure partie de la « gouvernance d'entreprise » — aussi appelée « gouvernement d'entreprise » — et des liens qu'elle peut avoir avec les résultats financiers de l'entreprise, il nous semble tout d'abord essentiel de définir précisément cette notion peu connue du grand public et dont la compréhension n'est, a priori, pas toujours aisée. L'étude de la gouvernance d'entreprise n'étant pas une science à proprement parler et la relative récurrence de l'intérêt porté à celle-ci font que les définitions qui lui sont attribuées sont nombreuses et traitent parfois d'aspects fort différents. Beaucoup d'auteurs et d'organismes se sont intéressés à la question de la gouvernance des entreprises avec une vision propre et quelquefois fort éloignée. Nous nous attacherons donc à sélectionner les définitions les plus pertinentes dans le cadre de cette thèse et nous introduirons les mécanismes par lesquels la gouvernance est généralement appliquée.

Trouvant son origine dans le terme anglo-saxon « corporate governance », la notion de gouvernance d'entreprise, parfois également désignée sous la forme de « gouvernement d'entreprise », est relativement neuve. En effet, selon Valin et coll., « *la gouvernance d'entreprise [...] est apparue au cours de la décennie 1980 [aux États-Unis et en Grande-Bretagne] pour se répandre plus tard, dans la plupart des économies développées* » (cité par Bakkour, 2013, p. 3). Elle est aujourd'hui largement répandue à l'intérieur des grandes entreprises cotées en bourse et continue sa progression au sein des entreprises non cotées et des petites et moyennes entreprises.

Les définitions françaises des mots « gouvernance » et « entreprise » peuvent d'or et déjà nous éclairer sur la question. Le terme « gouvernance » provient originellement du verbe grec « Kubernân » qui signifie « piloter un navire ou un char » (Bakkour 2013, Cabane, 2013). Cet éclairage étymologique trouvera tout son sens dans le chapitre consacré à l'historique de la gouvernance d'entreprise. Le Petit Robert définit la gouvernance comme « *la manière de gouverner, l'exercice du pouvoir pour gérer les affaires nationales* » (2016, p. 1172). Cette définition, qui se concentre sur l'exercice du pouvoir du point de vue de l'état sans faire la mention des entreprises, souligne le caractère neuf de l'étude de la gouvernance d'entreprise et du terme lui-même. Le verbe « gouverner » est, quant à lui, défini comme le

fait de « *diriger la conduite de quelque chose, administrer, gérer, exercer une influence déterminante sur la conduite* » (Le Petit Robert, 2016, p. 1172). Cette notion de « gouverner » se rapproche plus de la vision que nous pouvons avoir de l'entreprise dans sa gestion quotidienne tout en soulignant le caractère « déterminant » que la gouvernance exerce sur la conduite des opérations.

L'entreprise, quant à elle, est définie comme une « *organisation autonome de production de biens et de services marchands* » (Le Petit Robert, 2016, p. 893). Cette définition se rapproche de la littérature économique dans laquelle l'entreprise est, par exemple, définie par Truchy comme « *toute organisation dont l'objet est de pouvoir à la production, à l'échange ou à la circulation des biens ou des services* » (Truchy, 1936, p.89). Le terme « public » est associé à celui d'entreprise pour la firme « *dans laquelle l'état est majoritaire* » (Le Petit Robert, 2016, p. 893). Les entreprises sont, pour la plupart, des entreprises privées qui sont « *le fait d'une ou plusieurs personnes privées* » (Agboton, 2007, p. 21). Les entreprises privées sont classées en deux catégories selon qu'elles poursuivent ou non un but de lucre, c'est-à-dire qu'elles ne cherchent pas à enrichir leur. Les entreprises qui ne poursuivent pas un but de lucre sont les associations sans but lucratif en Belgique et les associations dites « Loi 1901 » en France. Nous ne traiterons néanmoins pas de ce type d'organisations dans ce travail.

La définition la plus générale est celle donnée par le « Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance » dans son rapport dit « Cadbury », du nom du président du comité, dans lequel la gouvernance d'entreprise est « *le système par lequel les sociétés sont dirigées et contrôlées* » (1992, p. 14). Cette définition se rapproche de la notion française de gouvernance citée plus haut. Le Code belge de la gouvernance d'entreprise va plus loin en insistant sur l'aspect réglementaire de la gouvernance : « *la gouvernance d'entreprise, encore appelée gouvernement d'entreprise, recouvre un ensemble de règles et de comportements qui déterminent comment les sociétés sont gérées et contrôlées* » (2009, p. 7). Le code indique que la bonne application des règles, couplée à un bon leadership et à une dimension de contrôle à l'intérieur de l'entreprise permettrait une gouvernance efficace. La plupart des définitions académiques s'attardent sur la relation entre les actionnaires et les dirigeants de l'entreprise. Ainsi, la notion de supervision est celle qui revient le plus souvent

pour décrire cette relation. Shleifer et Vishny, dans leur article de 1997 « Survey of Corporate Governance », décrivent la gouvernance d'entreprise comme la manière par laquelle les personnes ou organismes qui financent la société (actionnaires-personne physique ou morale, banques, états, etc.) peuvent s'assurer de recevoir un retour sur leur investissement. Ainsi, ils posent la question de savoir « *comment être sûr que les gestionnaires ne volent pas le capital fourni ou ne l'investissent pas dans de mauvais projets* » (p. 1) qui ne permettraient pas d'assurer un profit au prêteur. De nombreux autres auteurs vont dans le même sens en soulignant que l'essence même de la gouvernance d'entreprise reposerait dans le contrôle des managers par les actionnaires. Finet et al caractérise la gouvernance d'entreprise comme « un ensemble de mécanismes censés réguler les décisions prises par les dirigeants » (2005, p. 16). Nous pouvons aussi citer Charreaux, professeur français de sciences de gestion, reconnu pour ses travaux sur la gouvernance des entreprises qui, dans son ouvrage « Le gouvernement des Entreprises », approuve cet angle de vue en disant que « *le gouvernement des entreprises recouvre l'ensemble des mécanismes organisationnels qui ont pour effet de délimiter les pouvoirs et d'influencer les décisions des dirigeants, autrement dit, qui "gouvernent" leur conduite et définissent leur espace discrétionnaire* » (1997, p. 1). C'est de cette supposition de divergence d'intérêts entre les actionnaires et les administrateurs qu'est née l'une des théories centrales de l'étude de la gouvernance d'entreprise, la théorie dite « de l'agence ». Nous décrirons celle-ci plus loin dans notre analyse.

Au départ mise en place pour assurer un meilleur équilibre des pouvoirs entre les actionnaires et les dirigeants, la gouvernance d'entreprise ne s'est longtemps traduite que par le contrôle imposé par les actionnaires sur les dirigeants dans le but de contraindre ceux-ci à adapter leur comportement dans une optique de création de valeur actionnariale. Au fil du temps, la gouvernance d'entreprise s'est peu à peu transformée et imposée par les voies réglementaire et légale au sein de nombreuses organisations de par la possibilité de création de valeur qui en découle. L'Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE), dans ses « Principes de gouvernement de l'entreprise de l'OCDE », souligne l'importance d'un système de gouvernance appliqué aux entreprises :

L'existence d'un système de gouvernement d'entreprise efficace, au sein de chaque entreprise et dans l'économie considérée dans sa globalité, contribue à assurer la confiance nécessaire au bon fonctionnement d'une économie de marché. Il en résulte une diminution du coût du capital et un encouragement pour les entreprises à employer plus efficacement leurs ressources, et ce faisant, à alimenter la croissance (OCDE, 2004, pp. 11 et 12).

D'autres approches, contraires au traditionnel conflit actionnaires-dirigeants sont également apparues mettant en avant les autres acteurs de l'entreprise (banques, clients, fournisseurs, employés, etc.). Le mouvement de la « stakeholder theory », figure de proue de ces nouvelles approches, voit la gouvernance comme une manière de créer de la valeur pour l'ensemble des acteurs ayant un intérêt dans l'entreprise et non plus seulement pour les actionnaires. Cabane intègre ce nouveau paradigme dans sa définition propre de la gouvernance d'entreprise. Ainsi, la gouvernance serait :

Un système permettant la défense de l'intérêt social, la conduite, la gestion, le contrôle et la pérennité de l'entreprise, précisant les pouvoirs, les responsabilités et les relations des actionnaires et des dirigeants, et s'assurant que l'objectif de création de valeur pour l'ensemble des parties prenantes est bien pris en compte (Cabane, 2013, p. 24).

Cette approche semble plus moderne dans le sens où elle implique l'ensemble des acteurs ayant un intérêt dans l'entreprise. L'histoire, notamment au travers des crises financières, a démontré que les actionnaires ne sont pas les seuls bénéficiaires de l'entreprise. De nombreuses autres personnes et institutions sont directement concernées et subissent les conséquences de la gestion des sociétés parfois même de manière plus conséquente que les actionnaires eux-mêmes, c'est pourquoi ce mouvement tend à s'imposer de plus en plus lorsqu'il s'agit de penser la gouvernance.

Chapitre II : La gouvernance d'entreprise d'un point de vue historique

L'intérêt porté à la gouvernance d'entreprise et les nombreuses études qui en découlent constituent des éléments assez récents de l'histoire économique. Le terme « gouvernance d'entreprise » lui-même n'est apparu que tardivement, dans le courant des années 80, malgré un intérêt pour le sujet qui remonte à la publication de l'ouvrage de Berle et Means, « *The Modern Corporation and Private Property* » publié en 1932. Berle et Means sont les premiers à s'intéresser à « *la relation entre la séparation des fonctions de propriété et de direction et la performance des firmes* » (Charreaux, 1997, p. 17). Depuis leurs travaux, considérés comme pionniers dans le domaine, d'autres auteurs se sont penchés sur la question de la gouvernance d'entreprise et de ce qu'elle pouvait concrètement apporter à celle-ci. Nous pouvons ainsi citer les travaux de Lipton et Lorsch sur l'impact de la taille du conseil d'administration sur la performance de l'entreprise, ou encore, ceux de Jensen et Meckling qui ont mis en place une des théories fondamentales en matière de gouvernance d'entreprise : la théorie de l'agence. La gouvernance d'entreprise est aujourd'hui en constante évolution avec un intérêt porté par les entreprises elles-mêmes, mais aussi par les états et par les organisations des marchés financiers qui y voient un moyen de réguler les entreprises afin d'éviter de retentissantes faillites comme l'histoire économique a pu en connaître ces dernières décennies, mais aussi afin d'apporter une réelle valeur ajoutée supplémentaire aux entreprises.

1. Gouvernance d'entreprise et capitalisme

Le développement de la gouvernance d'entreprise est lié à l'apparition progressive de la séparation entre la propriété de la firme et la conduite des opérations au sein de celle-ci. Ainsi, le propriétaire n'est plus toujours nécessairement la personne qui va s'occuper de la gestion de la firme. Une partie ou l'entièreté des tâches va être confiée à une ou plusieurs autres personnes possédant ainsi le mandat pour mettre en œuvre ce pour quoi le propriétaire les a engagés. De ce fait, le développement de la pratique de la gouvernance d'entreprise telle que nous la voyons aujourd'hui va de pair avec l'apparition du capitalisme et de la firme capitaliste. Morck et Steier définissent le capitalisme comme « *un système*

économique organisé autour de la production et de l'allocation du capital » [traduction] (2005, p. 2). Le capitalisme aujourd'hui suppose que des individus peuvent investir leurs économies afin de faire fructifier leur argent dans les entreprises qu'ils jugent les meilleures. L'argent récolté par les entreprises leur permet d'investir à leur tour sous forme d'usines, de machines et de développer de nouvelles technologies leur permettant d'atteindre une meilleure efficacité opérationnelle. Une société jugée comme étant mal gouvernée ou pour laquelle l'enjeu ne semble pas assez attractif rencontrera plus de difficultés à se financer à l'aide des marchés financiers. Si les investisseurs sont aguerris et qu'ils investissent dans les sociétés qui sont effectivement efficacement gérées, alors le capital ne sera attribué qu'aux entreprises ayant le meilleur fonctionnement et les firmes les moins performantes seront amenées à trouver d'autres moyens de financement ou à disparaître. Dans ce sens, « *les investisseurs jugent collectivement de la qualité de la gouvernance de chacune des firmes cotées et le prix de leurs actions reflète ce consensus* » [traduction] (Morck et Steier, 2005, p. 3). La vérification de la qualité de la gouvernance des entreprises cotées représente un coût que les autorités responsables des marchés financiers et les états ont collectivement tendu à faire peser sur les sociétés elles-mêmes. Ces coûts se traduisent, par exemple, par la publication des rapports financiers, la prévention des conflits d'intérêts, l'obligation pour les administrateurs de posséder des parts dans les sociétés dans lesquelles ils exercent un mandat, etc. Ces obligations sont peu à peu apparues dans les codes de gouvernance d'entreprise et dans les textes législatifs. Nous reviendrons plus en détail sur ces éléments dans la suite de ce travail.

2. Apparition et évolution de la gouvernance d'entreprise

La gouvernance d'entreprise n'apparaît réellement qu'avec l'essor de la navigation et des entreprises maritimes. Pour la première fois dans l'histoire économique, les personnes responsables de la conduite des opérations, ici le transport des marchandises, ne sont pas les propriétaires des moyens de production. En d'autres termes, les navigateurs ne sont pas les propriétaires du navire. En effet, la dangerosité de ce type de voyage, à une époque où la sécurité maritime n'était pas encore garantie, poussait les propriétaires à engager des navigateurs chevronnés afin de réaliser pour eux les voyages plutôt que d'entreprendre eux-mêmes les expéditions. Comme le précise Cabane, la « *dissociation entre apporteurs de capitaux et les premiers managers va nécessiter l'instauration de règles précises par*

exemple en matière de sinistres » (2013, p. 10). Ces entreprises de transport maritime contribuent également à la naissance des banques. En effet, la conséquence des investissements requis pour ce type de commerce a poussé les propriétaires à recourir au crédit afin de pouvoir financer leurs entreprises. Les trois facteurs qui ont encouragé la création de la gouvernance d'entreprise sont donc : la séparation entre les propriétaires et les opérateurs, l'éloignement physique entre ces mêmes protagonistes, ainsi que le développement des banques et du crédit.

Au début de la révolution industrielle, les grandes firmes sont pour la plupart dirigées par leurs propriétaires ou par la famille de ceux-ci. Les éventuels besoins de financement sont assurés par des acteurs régionaux comme de grandes fortunes ou dans les cas de besoin en fonds de roulement, par des banques régionales. Il n'y a que peu d'interactions entre les banques régionales et la gouvernance du fait que celles-ci ne financent que l'éventuel besoin en fonds de roulement. L'organisation des entreprises à cette époque repose donc sur leurs propriétaires. Les administrateurs sont pour la plupart internes, membres de la famille ou managers salariés ne possédant généralement pas de parts dans la société (Cerrada, 2001).

À partir de la fin du XIXe siècle, l'entreprise se transforme de manière drastique. Les firmes, qui étaient au départ exclusivement administrées par leurs fondateurs ou la famille de celui-ci, commencent à s'agrandir et à se regrouper. Ces mutations engendrent un besoin accru de financements nouveaux. En effet, au fur et à mesure de sa vie, une société a besoin de financement pour développer de nouvelles activités et technologies, comme acheter de nouvelles machines ou encore afin d'étendre leur champ d'action sur un plus grand territoire. Ce besoin de financement a pu, dans un premier temps, trouver réponse dans un financement interne, par les fonds que l'entreprise crée au fil de son activité ou par la mise à disposition de fonds supplémentaires de la part des fondateurs et de leurs entourages. C'est l'avènement des bourses et des banques qui jouent le rôle de financement quand les propriétaires ne peuvent plus y subvenir seuls. Cette époque voit également apparaître les premiers groupes de sociétés issus de fusions. Ces fusions ont pour but d'augmenter la position de marché des entreprises en toute légalité en évitant ainsi les situations illégales de cartels. Elles permettent en outre la réalisation d'économies d'échelle. Les conseils d'administration se transforment avec l'arrivée d'administrateurs externes, représentants des banques ou des nouveaux actionnaires (Cerrada, 2001).

Le XXe siècle voit l'expansion des entreprises s'accélérer. Ce phénomène est renforcé par la mondialisation des échanges. Les propriétaires perdent de plus en plus leur influence au sein des firmes avec la dissolution de leurs blocs de contrôle au fur et à mesure des augmentations de capital. L'environnement économique devient de plus en plus complexe. La maîtrise de l'information s'impose comme l'élément clé dans le contrôle de la société. Le comité de direction — ou comité exécutif (« executive committee ») — voit son influence grandir et dépasser celle du conseil d'administration. Les gestionnaires deviennent les véritables maîtres des entreprises. La séparation entre la propriété de la firme et sa gestion devient de plus en plus importante. La « *recherche d'une rentabilité et d'une taille toujours plus grande et l'absence de contre-pouvoir vont créer les premiers bouleversements* » (Cabane, 2013, p. 12) mettant en lumière la dérive du pouvoir managérial.

Les célèbres faillites dues à la toute-puissance du pouvoir managérial sont nombreuses et ont largement marqué les esprits. L'opérateur américain de gaz Enron fait, au début des années 90, figure de modèle pour les entreprises américaines. La libéralisation du marché l'énergie permet à Enron de diversifier ses activités en s'ouvrant aux secteurs de l'électricité et des matières premières. En 2001, à la surprise générale, l'entreprise dépose le bilan faisant chuter sa capitalisation boursière de 60 milliards à 0 dollar. L'enquête menée met en lumière une fraude visant à augmenter le prix des actions. En 2000, « *96 % des profits comptables d'Enron étaient le résultat de manipulations comptables* » (Berk et DeMarzo, 2014, p. 54). Le cabinet Andersen, auditeur Enron, est entraîné dans la chute de l'entreprise. Les liens forts qui les unissaient se traduisant par des bureaux spécialement dédiés aux auditeurs à l'intérieur des sièges d'Enron ou par des pratiques visant à engager de très nombreux employés d'Andersen (Wall Street Journal, 2002), poussent le cabinet d'audit à réduire sa vigilance et à fermer les yeux sur les pratiques de son généreux client.

En 2002, l'entreprise de télécommunication WorldCom fait à son tour faillite. Des manipulations sur le plan comptable sont également la source de la débâcle. En effet, les comptes de WorldCom comptabilisaient des charges opérationnelles sous la forme de dépenses d'investissement afin de gonfler le bénéfice opérationnel et ainsi faire monter le cours de l'action, lequel influençait la rémunération des dirigeants. En 2005, Bernard Ebbers, président de WorldCom au moment des faits, sera condamné à 25 ans de prison pour fraude. Cette vague de scandales touche aussi l'Europe avec l'entreprise française Vivendi-

Universal ou encore le producteur laitier italien Parmalat. La crise de 2008 sonne le glas de la toute-puissance des managers. Le temps des réformes politiques et financières, mais aussi de la conscientisation de l'ensemble des acteurs semble vouloir s'imposer durablement. Il est urgent d'améliorer la gouvernance pour éviter que les cataclysmes ne se répètent les uns après les autres.

Les scandales financiers ont eu le mérite de conscientiser les acteurs de l'entreprise, des marchés financiers et de l'état et de les pousser à réinventer la gouvernance. À partir des années 90, les études sur le sujet se font toujours plus nombreuses. Des rapports de personnalités du monde de l'entreprise font leur apparition. Le plus célèbre d'entre eux est certainement le rapport dit Cadbury (du nom du président du comité l'ayant rédigé) qui est en fait un code de bonnes pratiques destiné aux sociétés cotées en Grande-Bretagne visant à mettre en place une gouvernance efficace. En France, le rapport Viénot prend le pas de son cousin britannique et esquisse le renouveau de la gouvernance d'entreprise française. Ce mouvement se concrétisera en Belgique par la publication du Code Lippens en 2004. Nous reviendrons sur ces codes de gouvernance d'entreprise plus tard dans ce travail.

3. La Théorie de l'agence et la « Stakeholder Theory »

La Théorie de l'Agence du terme anglo-saxon « Agency Theory » est l'une des théories les plus importantes et les plus discutées par les auteurs lorsqu'il s'agit d'expliquer le fonctionnement de la gouvernance d'entreprise. Elle repose sur le problème du principal contre l'agent. Cette théorie repose sur le conflit d'intérêts qui existerait entre l'actionnaire (le principal), propriétaire de la firme et les managers (les agents) qui en assurent la gestion. Elle découle de l'évolution économique qui a vu les entreprises à capitalisation publique remplacer les entreprises familiales.

L'entreprise n'existe pas juridiquement sous la forme admise par la littérature économique. Ainsi, il n'existe pas de définition de l'entreprise en tant que telle dans le Code des Sociétés, si ce n'est celles des formes de sociétés. Le droit voit l'entreprise — il en va de même pour la plupart des organisations — comme une fiction légale, c'est-à-dire, une construction juridique qui se traduit par la personne morale. C'est via cette personne morale que la société fonctionne et est représentée. La personne morale n'étant pas une personne à proprement

parler, la société s'incarne par les organes que sont l'assemblée générale, le conseil d'administration et la direction générale. Selon Jensen et Meckling, la théorie se base sur :

L'existence d'une relation, dite d'agence qui est un contrat par lequel une (ou plusieurs) personne(s), le principal, engage une autre personne, l'agent, pour effectuer une mission à son profit et pour laquelle il est nécessaire de déléguer une partie de l'autorité à l'agent (cités par Maati, 1999, p. XIII).

Ces acteurs n'ont pas nécessairement les mêmes attentes. Les actionnaires attendent avant tout un retour sur leur investissement alors que les administrateurs et les managers souhaitent avant tout maximiser leur rémunération et sécuriser leur mandat. La théorie d'agence est née de la possibilité du comportement déviant des hommes. La théorie naît du possible comportement déviant des dirigeants qui pourraient avoir envie de laisser passer leurs intérêts avant ceux des propriétaires. Même si tous les dirigeants ne sont pas malhonnêtes, le seul fait que cette possibilité existe suffit à faire douter les actionnaires. L'actionnaire, dans sa volonté de contraindre les dirigeants à suivre le pas, va mettre en place toute une série de mécanismes afin de contrôler l'action de ceux-ci. Ces mécanismes ont un coût nommé « coûts d'agence ». Maati classe ceux-ci en trois catégories :

1. Les coûts de surveillance engagés par le principal. Ils sont relatifs à la mise en œuvre d'un système d'information permettant de surveiller les actions du mandataire ;
2. Les coûts de dédouanement engagés par l'agent qui veut prouver son absence de déviance (rapport d'activité, etc.) ;
3. Les coûts résiduels, catégorie fourre-tout incluant l'équivalent monétaire des divergences non encore prises en compte et résultant des décisions de l'agent ne maximisant pas le bien-être du mandant (Maati, 1999, p. XIII).

La théorie de l'agence est la théorie fondamentale de la gouvernance d'entreprise moderne. La plupart des travaux touchant à la gouvernance se sont attachés à trouver les meilleurs moyens pour contrôler les dirigeants. Néanmoins, cette vue de l'entreprise se résumant à la simple relation actionnaire-dirigeant montre de plus en plus ses limites. La « Stakeholder Theory » est la théorie selon laquelle les dirigeants de l'entreprise ne devraient pas créer de la valeur seulement pour les actionnaires, mais aussi pour toutes les parties prenantes (stakeholders) de l'entreprise. Les parties prenantes sont tous les acteurs « *qui participent, de près ou de loin, à la vie de l'entreprise — salariés, fournisseurs, consommateurs, pouvoirs publics, etc.* » (Berk, DeMarzo, 2015, p. 1057). Cette théorie, moderne dans ses conceptions, se rapproche du conseil de responsabilité sociale des entreprises.

Chapitre III : Les systèmes de gouvernance d'entreprise

La gouvernance d'entreprise peut être vue selon différents aspects. Depuis plusieurs années, les auteurs se sont très largement intéressés à la manière dont elle est perçue et théorisée dans les différentes parties du globe et ont pu l'organiser en différents systèmes de gouvernance. Leurs visions théoriques des systèmes de gouvernance dépendent de plusieurs facteurs en fonction de la culture, des traditions et de la vision de l'entreprise, qui peuvent être perçus de maintes manières à travers le monde. Pour Lhalou (2008), il convient de confronter les aspects théoriques avec la pratique d'un point de vue international. Les systèmes de gouvernance d'entreprise sont conditionnés par les éléments qui sont, premièrement, le cadre légal, deuxièmement, l'éthique et troisièmement, le contexte propre au pays ou au groupe de pays étudié(s).

Le cadre légal est un élément essentiel pour l'étude de la gouvernance des entreprises. Le cadre est posé par le pouvoir politique en place, lui-même influencé par la culture et l'histoire qui ont façonné l'essence même de la vie en société au sein de ce pays. Le cadre légal, par les lois et les réglementations s'appliquant aux entreprises, influence directement la manière dont celles-ci sont dirigées et financées. Ainsi, pour Prowse, « *les disparités entre pays ne sont pas de simples accidents historiques ou culturels, mais qu'elles résultent d'une dissemblance des environnements légaux et réglementaires des entreprises, lesquels affectent la plus ou moins forte concentration de la répartition des capitaux propres dans les mains des actionnaires* » (1994, p. 120). Nous pouvons ainsi citer l'exemple du « Glass-Steagall Act » de 1933 aux États-Unis qui introduit dans le chef des banques, l'interdiction de détenir de participations directes dans les entreprises (Andres, Betzer, Goergen & Metzger, 2010).

Les systèmes de gouvernance d'entreprise sont également influencés par l'éthique en vigueur dans une société. Selon Le Petit Robert, l'éthique correspond à l'« *ensemble des valeurs, des règles morales propres à un milieu, une culture, un groupe* » (2011, p. 356). Cet ensemble de valeurs et de croyances est lui-même façonné par le contexte dans lequel se place le pays correspondant, contexte construit au fur et à mesure de son histoire et des événements qui ont influencé sa vie économique. Ainsi, l'interdiction, citée plus haut, pour

les banques américaines de détenir des participations directes dans les entreprises découle du krach de 1929 après laquelle l'opinion publique a tenu les banques américaines pour responsables. Les grands scandales financiers de ces dernières années avec, en première ligne, la crise des « subprimes » de 2007-2008 ont démontré le pouvoir de l'opinion publique dans l'évolution de la gouvernance par la pression exercée sur les pouvoirs politiques et financiers. De cette pression sont nés les codes de bonne gouvernance qui sont aujourd'hui d'application.

1. Conditions pour la mise en place de la gouvernance d'entreprise

Dans son « Manuel de gouvernance d'entreprise » (2013), Pierre Cabane met en évidence plusieurs conditions nécessitant la mise en place d'un système de gouvernance au sein de l'entreprise. Les conditions sont les suivantes :

Le démembrement du droit de propriété lorsque l'« usus » (le droit d'utiliser le bien) est séparé de l'« abusus » (le droit de disposer du bien qui reste détenu par le propriétaire) et du « fructus » (le droit de percevoir les revenus et les produits du bien). Les propriétaires de l'entreprise — les actionnaires — n'administrent plus eux-mêmes l'entreprise, mais délèguent cette tâche aux administrateurs et aux gestionnaires. Ce phénomène nécessite l'installation d'un processus de contrôle afin de vérifier que les intérêts des actionnaires sont convenablement défendus par ceux qui ont reçu le mandat de le faire.

- 1) Les *opérations* réalisées par les entreprises actuelles sont de plus en plus *complexes*. Les évolutions technologiques, juridiques, sociales et la mondialisation demandent des gestionnaires possédant des compétences élevées dans les matières touchant à la gestion, l'économie, le droit ou la technologie relative à l'entreprise. Les systèmes de financement sont également de plus en plus sophistiqués. Une collaboration avec des experts externes peut être nécessaire dans certaines situations demandant une analyse plus approfondie.
- 2) Lors de *situations complexes* comme des conflits ou des opérations spéciales de type restructurations (scissions, fusions, acquisitions, etc.), il peut être utile de ne pas s'appuyer uniquement sur les gestionnaires, déjà concentrés sur la conduite opérationnelle.

- 3) Le *niveau de risque* est encore un élément essentiel favorisant la mise en place de la gouvernance au sein d'une entreprise. Un niveau de risque élevé requerra un système de contrôle sophistiqué pour éviter tout problème lié à la gouvernance.
- 4) La «*force du management*» qui se traduit par une équipe de direction compétente et bien implantée dans l'entreprise augmentera les risques d'abus. Les qualités légales de l'équipe de gestion qui possède bien souvent le pouvoir d'engager l'entreprise rendent cette population encore plus à risque. Un contrôle adéquat s'impose alors pour limiter les tentations de dérives.

2. Conception de droit commun et de droit civil

Le système de gouvernance peut être influencé par la conception du droit. Les agents économiques seront plus enclins à investir dans des entreprises s'ils sentent que leurs droits seront correctement protégés. Les actionnaires estimant ne pas recevoir un gain suffisant en échange de leur investissement, du fait de l'action des gestionnaires de l'entreprise, peuvent se reposer sur des moyens légaux pour faire valoir leurs droits. La Porta, Lopez-de-Silanes et Shleife indiquent que « *la protection des investisseurs est un indicateur du développement financier* [traduction] » (2007, p. 3). Une large protection des investisseurs favorise l'investissement et par conséquent, la croissance économique. La Porta et al. distinguent les pays de « *common law* » ou « *droit commun* » des pays de « *civil law* » ou « *droit civil* ». La conception du droit fondée sur la *civil law* se base sur les codes légaux qui spécifient « *toutes les questions pouvant être portée devant un tribunal, la procédure applicable et la sanction applicable pour chaque infraction* [traduction] » (The Robbins Collection, 2010, p. 1). Cette conception est d'application dans la plupart des pays d'Europe en ce compris la Belgique et la France. Le rôle du juge dans cette conception se limite à définir s'il y a ou non infraction et à appliquer la sanction définie par le code. Au contraire, la conception du droit basée sur la *common law* ne se fonde pas sur les codes de lois, mais se base sur des décisions précédemment prises par des juges dans des cas similaires (The Robbins Collection, 2010 ; La Porta et al., 2007). Cette conception est majoritairement présente dans les pays du Commonwealth dont la Grande-Bretagne ou les États-Unis. Les pays de droit commun

offrirait une meilleure protection aux investisseurs que les pays de droit civil. La concentration de l'actionariat en France serait, entre autres, une réponse à la faible protection offerte par la loi aux investisseurs. Une concentration importante des actions dans les mains d'un actionnaire lui permet d'assurer un meilleur contrôle sur la gestion de l'entreprise et de favoriser ses propres intérêts (La Porta et al., 2007).

3. Système orienté marchés et système orienté banques

Certains auteurs comme Hicks, Moerland ou encore Maati ont défini les systèmes de gouvernance d'entreprise selon trois modèles : le système « orienté marchés » (« Market-Based System »), le système « orienté banques » (« Bank-Based System ») et le système mixte ou hybride reprenant certaines des caractéristiques propres aux deux autres modèles. Il est possible de classer les différents pays du monde au sein de ces systèmes en fonction de leur histoire économique, de leur culture et de leur situation politique.

Les entreprises des économies orientées marchés sont caractérisées par une forte présence du financement par les marchés de capitaux et par les marchés de la dette. Dans un système orienté banques, les entreprises se financent en majorité par des emprunts auprès d'institutions financières. Allen et Gale (2000, cités par Andres et al., 2010) mettent en avant le rôle des différences historiques et de la réglementation de l'industrie bancaire dans le développement des systèmes de gouvernance d'entreprise selon l'influence bancaire ou de marchés. Les systèmes orientés marchés se caractérisent par des législations restrictives à l'égard des banques. Ainsi, aux États-Unis, le Glass-Steagall Act de 1933 interdit aux banques de posséder des participations directes dans les entreprises, les fonds de pension et les compagnies d'assurances étant limitées quant à leur seuil de participation. Ce type de régulations n'existe pas dans des pays comme l'Allemagne ou la France, caractéristiques du système orienté banques où ces dernières peuvent détenir des participations directes dans les entreprises. Selon Andres et al., l'influence des banques est d'autant plus importante du fait des « *procurations de vote qu'elles reçoivent des petits actionnaires qui donnent fréquemment le droit aux banques dans lesquelles ils déposent leurs actions de voter en leur nom* [traduction] » (2010, p. 38). Les banques voient ainsi leur influence renforcée par un droit de vote supérieur à celui leur étant initialement attribué par leur participation. Le système orienté marchés favorise l'investissement des particuliers sous forme d'actions

alors que, dans le système orienté banques, les ménages n'investissent que peu, privilégiant l'épargne.

4. Système de gouvernement ouvert et système de gouvernement fermé

Les systèmes de gouvernement d'entreprise peuvent en outre être classés selon qu'ils soient considérés comme « ouverts » (« Outsider System ») ou « fermés » (« Insider System »).

Le système de gouvernement ouvert, caractéristique des pays anglo-saxons, se traduit par une prépondérance notable des marchés boursiers dans la vie économique. Les sociétés cotées sont nombreuses et leurs parts sont dispersées entre pléthores d'actionnaires, ce qui rend le marché très liquide. Les banques et les autres institutions financières ne jouent qu'un rôle secondaire dans ce système. La dispersion des actions accroît également la séparation entre les propriétaires et les gestionnaires des entreprises, en l'absence d'actionnaires majoritaires, les gestionnaires n'ont pas de référent clairement défini. Le contrôle des gestionnaires s'effectue essentiellement par les offres publiques d'achat (O.P.A.), l'absence d'actionnaires détenant une participation majoritaire permettant un rachat de la société via les marchés boursiers. Une O.P.A. est une « *offre par laquelle une société fait connaître son intention d'acquérir un certain nombre de titres d'une autre société pour en prendre le contrôle* » (Larousse, s.d., para. 1). Cette menace des OPA, pouvant entraîner un changement, pousse les gestionnaires à agir dans l'intérêt des actionnaires afin de ne pas être remplacés. Les autres acteurs de l'entreprise voient leurs intérêts peu pris en compte (Andres et al., 2010 ; Lannoo, 1994).

D'autre part, le système fermé de gouvernement d'entreprise, majoritaire en Europe continentale, dont la France et la Belgique, et au Japon, se caractérise par une faible action des marchés boursiers dans la vie des entreprises. Le nombre d'actionnaires est plutôt faible et ceux-ci détiennent des blocs de contrôle. Un système de holdings — « *société financière qui détient des participations dans d'autres sociétés, et dont la fonction est d'en assurer l'unité de direction* » (Larousse, s.d., para. 1) — et de « pyramides » avec de nombreuses participations croisées, entre les entreprises se met en place. La propriété des firmes reste stable au cours du temps, ce qui implique que les entreprises sont gérées par des dirigeants internes et dans beaucoup de cas, par les propriétaires et leur famille. La concentration des

parts ne permet pas la réalisation d'O.P.A. pouvant influencer la gestion de l'entreprise. Les autres acteurs de l'entreprise (« stakeholders ») voient leurs intérêts mieux représentés dans ce type de configuration (Andres et coll., 2010 ; Lannoo, 1994). La France, qui fait partie de ce système de gouvernance, possède la caractéristique supplémentaire d'être une économie où l'état a longtemps joué un rôle important dans la vie des entreprises en possédant d'importantes participations dans le capital des entreprises. Cela a permis à ce dernier d'influencer l'économie française. Notre échantillon français, basé sur l'indice du CAC 40 compte encore aujourd'hui plusieurs entreprises dans lesquelles l'état possède des parts et dans lesquelles il nomme des administrateurs au conseil, ce qui lui permet d'influencer directement la gestion de ces entreprises.

Chapitre IV : Les mécanismes de gouvernance d'entreprise

Les théoriciens se sont largement interrogés sur la relation entre les dirigeants et les actionnaires de l'entreprise et ont pu, au fil des travaux, mettre en lumière des mécanismes visant à réguler l'action des dirigeants et à pousser ceux-ci à aligner leurs actions sur les intérêts des actionnaires. Selon Maati, il s'agit d'« *organiser un partage du pouvoir conduisant à une répartition équitable de la rente organisationnelle* » (1999, p. 117). Ces mécanismes peuvent être classés en différentes catégories, tout d'abord, selon leur degré d'appartenance avec l'entreprise, on parlera alors de mécanismes internes ou externes, ensuite, suivant leur fonction, on distinguera alors les mécanismes de contrôle, de contestation et d'incitation (Cerrada, 2001).

1. Les mécanismes internes

a) Le conseil d'administration :

Le conseil d'administration représente le mécanisme de gouvernance le plus important et celui possédant le plus grand pouvoir de contrôle. Le conseil d'administration est une émanation des actionnaires, c'est-à-dire qu'il est nommé par ces derniers et qu'il est censé représenter les forces en présence au sein de l'actionnariat. Le conseil définit la stratégie de l'entreprise en laissant le soin à la direction de mettre celle-ci en œuvre. Il possède plusieurs moyens d'action pour faire pression sur les dirigeants. Ainsi, c'est au conseil d'administration que revient la tâche de nommer et d'évaluer les dirigeants. Un dirigeant ne répondant pas aux attentes du conseil se trouve dès lors sous la menace directe d'un licenciement. Le conseil définit également, de manière individuelle, la rémunération desdits dirigeants. Il peut donc utiliser cet élément pour inciter les dirigeants à suivre la ligne stratégique décidée.

b) Les actionnaires:

Les actionnaires, qui exercent leurs pouvoirs lors de l'assemblée générale des actionnaires, constituent le pouvoir souverain de la société en assumant la continuité de celle-ci (Cabane, 2011). Les actionnaires nomment les administrateurs, ils peuvent ainsi influencer directement sur la définition de la stratégie ainsi qu'indirectement, sur sa mise en application. S'ils

considèrent que la politique suivie par l'entreprise n'est pas la bonne, ils peuvent remplacer les administrateurs par d'autres qui seront plus prompts à répondre à leurs attentes.

c) Les salariés,

Les salariés sont en possession de nombreuses informations que le management ou les administrateurs ne possèdent pas. Chaque employé a un intérêt dans la réussite de l'entreprise étant donné que son travail en dépend. Ce mécanisme concerne également la surveillance mutuelle entre les dirigeants ou entre les employés, fonctionnant de manière implicite, où chacun vérifie le comportement des autres. L'action des salariés peut, en outre, être groupée sous l'effet des syndicats, ce qui leur permet d'accroître leur pouvoir de pression.

d) La communication financière :

La communication financière est un point clé de l'exercice du contrôle de l'action des dirigeants. L'information financière est d'autant plus importante qu'elle constitue la base sur laquelle les acteurs intérieurs et extérieurs se fondent pour évaluer la situation dans laquelle l'entreprise se trouve et sa bonne gestion. L'information financière est aujourd'hui réglementée et doit être publiée de manière annuelle, semestrielle, voire trimestrielle.

2. Les mécanismes externes :

e) Le marché du travail :

Comme indiqué plus haut le conseil d'administration ou de surveillance a la pouvoir de nommer les directeurs de l'entreprise. Faith Higgins et Tollinson (1984, cités par Finet et al., 2005) soulignent le fait que le recrutement de nouveaux administrateurs, malgré le coût engendré par la recherche et la formation de nouveaux membres du conseil, agit comme un mécanisme disciplinant sur l'équipe déjà en place. En effet, le fait pour les actionnaires de chercher à remplacer un dirigeant ou à en ajouter un supplémentaire fait pression sur les membres déjà en place en leur rappelant que leur situation n'est pas immuable. De plus, le pouvoir du conseil d'administration lui permettant de fixer la rémunération des dirigeants, les managers sont contraints à agir dans l'intérêt du conseil s'ils ne désirent pas voir leur rémunération se réduire.

f) Les marchés boursiers:

Les marchés boursiers sont un des mécanismes de gouvernance d'entreprise le plus efficace. Les actionnaires mécontents de la performance financière de l'entreprise — par exemple, du cours de l'action — peuvent être tentés de revendre les parts qu'ils possèdent, soit pour faire baisser le cours de l'action et ainsi pousser les managers à réagir ou encore revendre l'entièreté de leurs parts, ce qui aura pour effet d'accroître la situation dangereuse dans laquelle se trouvent les dirigeants. Dans les marchés ouverts, les OPA sont une option réaliste pour remplacer une équipe de gestion peu performante. Ainsi, une entreprise pensant pouvoir améliorer le processus de gestion et donc, améliorer la performance du cours de l'action par la même occasion fera en sorte d'acheter une grande quantité d'actions d'une entreprise afin d'en prendre le contrôle et ainsi placer à la tête de l'entreprise une direction en qui elle a confiance. Ce mécanisme pousse donc les dirigeants à se conformer aux attentes des actionnaires.

g) Le marché de la dette :

Les établissements financiers auprès de qui l'entreprise a contracté des emprunts vont eux aussi exercer une forme de pression sur les dirigeants afin de pousser ceux-ci à mettre en place une politique leur permettant de récupérer leur investissement. Certains établissements, possédant des parts dans les sociétés vont pouvoir exiger une place au conseil d'administration de l'entreprise afin de pouvoir augmenter son pouvoir de pression.

h) Les textes légaux et réglementaires :

Les lois nationales, tout comme les codes de bonne pratique, permettent d'imposer un contrôle aux dirigeants qui, concernant les lois, sont, bien sûr, obligés de les respecter et qui, pour les codes, mettent la réputation de l'entreprise en jeu s'ils refusent de se plier aux recommandations. Nous abordons ce point plus précisément dans le chapitre suivant.

Chapitre V : Une réponse réglementaire et juridique

Depuis la fin du vingtième siècle, le monde économique et financier a été secoué par plusieurs scandales financiers d'envergure. Des sociétés comme Enron, WorldCom, Parmalat ou Vivendi qui, en apparence, faisaient figure de modèles de gestion et de réussite ont sombré lors de faillites retentissantes qui ont mis en lumière une gouvernance et une gestion plus que discutable et semé le doute sur la capacité des conseils d'administration et des dirigeants à s'occuper efficacement et en toute transparence de la gestion des grandes entreprises, dans ces cas, cotées. La crise financière qui a débuté en 2007, en plus de toucher de plein fouet ménages et entreprises, a renforcé le sentiment de méfiance vis-à-vis du système économique. Malgré le préjudice causé à de nombreuses personnes et le discrédit qu'elles ont jeté sur la planète financière dans son ensemble, ces multiples affaires ont au moins eu le mérite de réveiller la conscience collective sur le besoin d'une gouvernance renouvelée et mieux encadrée.

Cette nouvelle vision de la gouvernance s'est peu à peu traduite par l'apparition de rapports et de codes de gouvernance d'entreprise et par l'adoption progressive de mesures légales tendant à rendre ceux-ci d'application pour les sociétés cotées. Les rapports constituent généralement l'œuvre de personnalités reconnues et selon Cabane, sont « *souvent rédigés en réaction à des évènements particuliers* » (2013, p. 27). Ils s'inspireraient donc directement des crises financières et des faillites de grandes entreprises. Les codes de gouvernance d'entreprise sont issus d'organisations professionnelles ou de groupement de patrons, dirigeants et administrateurs désirant faire évoluer le sujet en mettant en avant leur expérience. Les codes ont peu à peu été associés aux législations nationales. En Belgique, depuis la loi du 6 avril 2010, les entreprises cotées se doivent d'introduire une déclaration de gouvernance d'entreprise comprenant :

- la désignation du code de gouvernement d'entreprise appliqué et l'indication de l'endroit où il peut être publiquement consulté ;
- l'indication des parties du code auxquelles la société déroge et les raisons fondées de cette dérogation ;
- la description des principales caractéristiques des systèmes de contrôle interne et de gestion des risques de la société (Service public fédéral Économie, 2013, para. 23).

Elles ont également l'obligation de rédiger un rapport de rémunération expliquant le détail de la rémunération des administrateurs et des dirigeants exécutifs. En France, la loi n'oblige pas les entreprises cotées à se référer à un code de bonne gouvernance. Cependant, l'article L225-37 du Code de commerce français requiert des entreprises cotées l'établissement d'un rapport indiquant *« les règles retenues en complément des exigences requises par la loi et [expliquant] les raisons pour lesquelles la société a décidé de n'appliquer aucune disposition de ce code de gouvernement d'entreprise »*.

Le code de gouvernance d'entreprise d'application en Belgique est le « Code belge de gouvernance d'entreprise pour les sociétés cotées » rédigé en 2009 et pour lequel il convient de faire référence sous le terme « Code 2009 ». Le code est le fruit du travail de la « Commission Corporate Governance » mise en place en 2004 à l'initiative de l'Autorité des services et marchés financiers (FSMA), de la Fédération des entreprises de Belgique (FEB) et d'Euronext Bruxelles. Depuis 2007, la Commission s'est agrandie pour accueillir en son sein l'Institut des Réviseurs d'Entreprises (IRE), le Conseil Central de l'Économie (CCE) et l'Association belge des sociétés cotées (Commission Corporate Governance, s.d.). Le Code 2009 est l'évolution du code dit « Code Lippens » publié en 2004. La nouvelle version du code apporte un certain nombre d'évolutions en préconisant la séparation des rôles de président du conseil d'administration et d'administrateur délégué, en proposant des améliorations relatives au fonctionnement du conseil d'administration et à la rémunération de ses membres exécutifs, enfin, le Code 2009 tend à encourager une transparence accrue envers les actionnaires et les autres acteurs extérieurs (Code Belge de gouvernance d'entreprise, 2009). Le « Code Buysse » est le pendant du Code belge de gouvernance d'entreprise, à destination des entreprises qui ne sont pas cotées en bourse (Guberna, s.d.).

Du côté français, il existe deux codes de bonne gouvernance trouvant leur source dans des organisations représentatives des entreprises et du patronat : le code dit « AFEP-MEDEF » révisé pour la dernière fois en 2013 et le code dit « MiddleNext ». Le Code AFEP-MEDEF a été élaboré par l'Association française des entreprises privées (AFEP) *« représentant plus de 100 des plus grands groupes privés exerçant leur activité en France [...] avec pour ambition d'apporter des réponses pragmatiques en faveur du développement d'une économie française et européenne compétitive »* (AFEP, s.d., para. 1), ainsi que par le

Mouvement des entreprises de France (MEDEF), « *organisation patronale représentant les dirigeants des entreprises françaises [...] [qui est en fait] un mouvement d'entrepreneurs de France* » (MEDEF Rouen Dieppe, s.d., para. 1). Le code AFEP-MEDEF est majoritairement destiné aux sociétés du CAC 40. Le code MiddleNext, rédigé par l'« *association professionnelle indépendante exclusivement représentative des valeurs moyennes cotées* » du même nom, dont la mission est de « *fédère[r] et de représente[r] des sociétés cotées [...] tous secteurs d'activités confondus* » (MiddleNext, 2009, para. 1) s'adresse plutôt « *aux entreprises cotées moyennes et petites et entend être adapté à leur taille, leur structure de capital et leur histoire* » (Le Portail de l'Économie et des Finances, s.d., para. 4). Les codes de gouvernance français sont les fruits d'une longue réflexion à la fois réglementaire et politique qui a démarré avec la publication des rapports Viénot — de Marc Viénot, ancien président directeur général de la Société Générale, président du groupe de travail chargé de rédiger le code — et Bouton entre 1995 et 2002. Le rapport Viénot I, publié en 1995, inspiré du rapport Cadbury, publié en 1992 en Grande-Bretagne, se concentre principalement sur la mission, le fonctionnement et la composition du conseil d'administration. Le rapport accorde une grande flexibilité aux entreprises quant à l'application des mesures qui y sont préconisées (Cabane, 2013). Il sera suivi de la publication du rapport Viénot II en 1999 qui approfondit les réflexions sur la dissociation des fonctions de président du conseil d'administration et de directeur général, sur la rémunération des dirigeants et sur l'information transmise aux actionnaires. Le rapport Bouton de 2002 fait directement suite aux scandales des faillites d'Enron, de WorldCom et du cabinet d'audit Andersen aux États-Unis. La réflexion se concentre sur « *l'évaluation de la gouvernance, la présence de comités spécialisés et l'indépendance des commissaires aux comptes* » (Cabane, 2013, p. 30).

Les codes de bonne gouvernance, qu'ils soient belges ou français, répondent au même principe de fonctionnement, le principe du « *comply or explain* », autrement dit, « se conformer ou expliquer ». Le Code 2009 indique que ce principe est celui recommandé par l'*Organisation de coopération et de développement économiques* (OCDE) et par la directive européenne 2006/46/CE qui rend d'application la publication, pour les sociétés cotées, d'un rapport annuel de gouvernance d'entreprise. Ce principe enjoint les sociétés cotées qui se réfèrent à un code de gouvernance d'entreprise — par cette action, elles se « conforment » — à fournir dans leur déclaration de gouvernance d'entreprise les raisons pour lesquelles

elles ne respectent par l'entièreté des recommandations du code (« explain »). Ce principe permet de respecter la spécificité de chaque société quant à leur taille, leur structure, leurs activités, etc. Il s'inscrit dans le mouvement du « soft law » que l'on peut traduire par « droit mou » en français. Sur son site web, le Sénat français définit la soft law comme étant « un ensemble de règles et de conventions dont il est difficile de préciser les contours, le contenu et les effets juridiques » (Sénat, s.d., para. 5). Le Portail de l'Intelligence Economique définit quant à lui la soft law comme « *l'ensemble des textes de droit international non contraignants et pouvant être librement interprétés, mais qui s'appliquent sous la pression internationale [nationale], sous couvert de protection de l'intérêt général* » (Portail de l'IE, s.d., para. 1). La soft law s'oppose au « hard law », ou « droit dur », qui fait « *référence à des obligations légalement contraignantes qui sont précises (ou qui peuvent être rendues précises à travers des jugements ou la délivrance de règlements détaillés)* [traduction] » (Shaffer et Pollack, 2010, p. 714). Ainsi, bien que les sociétés cotées soient légalement enjointes à se référer à un code de gouvernance, elles ne sont pas obligées de respecter l'entièreté des principes prônés par ceux-ci, si elles considèrent que l'application de ceux-ci ne s'avère pas utile à leur situation propre. Malgré cela, une certaine pression, à la fois populaire et des marchés financiers, indispensable au financement des firmes, conduit les entreprises à s'aligner le plus possible sur les instructions des codes.

1. Aperçu du contenu des codes de gouvernance belges et français

a) Le contenu du Code belge de gouvernance d'entreprise 2009

Le code de gouvernance d'entreprise belge est structuré en principes, dispositions et lignes de conduite. Le code indique que les principes « *constituent les piliers d'une bonne gouvernance d'entreprise* » (CBGE, 2009, p. 8). Aux dispositions, qui ont pour rôle de guider les entreprises dans l'application des principes, s'applique la règle du « comply or explain », évoquée plus tôt dans ce travail. Ainsi, les entreprises doivent se conformer aux principes ou pouvoir expliquer pourquoi elles ne s'y conforment pas. Les lignes de conduite fournissent une aide sur la manière d'« *appliquer ou interpréter les dispositions du code* » (CBGE, 2009, p. 8).

Le code précise également les informations que les entreprises se réclamant de son application doivent publier. Ainsi, les sociétés doivent faire apparaître sur leur site internet une charte de gouvernance d'entreprise dans laquelle elle précise les « *principaux aspects de sa gouvernance d'entreprise* » (CBGE, 2009, p. 8). Ces principaux aspects comprennent la structure de l'entreprise, les règlements d'ordre intérieur applicable aux acteurs de la gouvernance, etc. Les sociétés sont aussi tenues de publier une déclaration de gouvernance d'entreprise à l'intérieur de leur rapport annuel. Cette déclaration mentionne le lien entre l'entreprise et le Code belge de gouvernance d'entreprise. Cette déclaration comporte pléthore d'informations comme les dispositions du code auxquelles l'entreprise déroge, le rapport de rémunération, des explications sur les systèmes de gestion des risques, mais aussi des informations sur les membres et le fonctionnement du conseil d'administration.

Les neuf principes mis en avant par le code sont les suivants :

1. La société adopte une structure claire de gouvernance d'entreprise.
2. La société se dote d'un conseil d'administration effectif et efficace qui prend des décisions dans l'intérêt social.
3. Tous les administrateurs font preuve d'intégrité et d'engagement.
4. La société instaure une procédure rigoureuse et transparente pour la nomination et l'évaluation du conseil d'administration et de ses membres.
5. Le conseil d'administration constitue des comités spécialisés.
6. La société définit une structure claire du management exécutif.
7. La société rémunère les administrateurs et les managers exécutifs de manière équitable et responsable.
8. La société engage avec les actionnaires et actionnaires potentiels un dialogue basé sur la compréhension mutuelle des objectifs et des attentes.
9. La société assure une publication adéquate de sa gouvernance d'entreprise (CBGE, 2009, pp. 11, 13, 15, 16, 19, 20, 21, 24 et 26).

Ces neuf principes touchent à des aspects variés de la gouvernance malgré une forte concentration des recommandations qui concernent le conseil d'administration. Nous allons maintenant développer le contenu de ces principes. Il est néanmoins impossible d'expliquer dans les moindres détails l'entièreté des mesures recommandées, auquel cas il conviendrait de se référer directement au Code 2009. Nous avons donc tenté, dans la mesure du possible, de dégager les points les plus importants.

Principe 1 : « *la société adopte une structure claire de gouvernance d'entreprise* ».

Les dispositions liées à ce principe rappellent le fonctionnement collégial du conseil d'administration où chacun des membres doit avoir la possibilité de s'exprimer et de contribuer à l'avancement de la société. Le conseil doit veiller au succès à long terme de l'entreprise dans sa définition de la stratégie et dans la vérification des ressources nécessaires à la mise en place des politiques décidées. Le conseil doit désigner ses propres responsabilités à l'intérieur d'un règlement d'ordre intérieur ainsi que dans les statuts. Le conseil nomme à sa tête un président. Le code préconise la séparation des rôles entre l'administrateur délégué et le président. Le conseil veille aussi à l'intégrité des publications des documents légaux et extralégaux tels que les états financiers, le rapport annuel ou la déclaration de gouvernance. Il a également un rôle de supervision envers le management (dont il décide aussi la structure), les comités et envers l'audit, qu'il soit interne ou externe. Enfin, le conseil joue un rôle d'intermédiaire avec les actionnaires pour lesquels il doit assurer la transmission de l'information et la compréhension de leurs besoins.

Principe 2 : *« la société se dote d'un conseil d'administration effectif et efficace qui prend des décisions dans l'intérêt social ».*

Ce principe approfondit les informations quant à la composition et au fonctionnement du conseil d'administration. La taille du conseil (le nombre de membres le composant) ne doit pas être trop importante pour ne pas conduire à une diminution de l'efficacité lors des réunions, mais elle doit aussi être suffisante pour favoriser la richesse des compétences et de l'expérience de chacun. La mixité des genres et la diversité en générale sont préconisées, toujours dans une optique d'élargissement des compétences. La moitié au moins des administrateurs doit être non exécutive, et au moins trois administrateurs indépendants doivent faire partie du conseil. Le président est responsable de la bonne tenue des réunions et de la préparation de celles-ci selon les procédures en vigueur. Il communique ainsi à chaque administrateur l'ordre du jour de la réunion à venir et vérifie que chacun est en possession des informations utiles à celle-ci. Les réunions du conseil doivent être régulières et peuvent se tenir par téléphone ou par internet afin de tenir compte du possible éloignement géographique de certains membres. Au conseil doivent également s'adjoindre les services d'un secrétaire chargé de le conseiller en matière de gouvernance d'entreprise, d'aider à la bonne transmission de l'information, mais aussi à la formation des administrateurs.

Principe 3 : « *tous les administrateurs font preuve d'intégrité et d'engagement* ».

Ce principe met en avant l'indépendance et le jugement dont les administrateurs doivent faire preuve lors de la prise des décisions. Ces qualités sont favorisées par l'effort fourni par les administrateurs afin d'obtenir des informations de qualité, nécessaires à leur pleine implication. Ainsi, les administrateurs exécutifs sont chargés d'apporter leur expertise et les informations sur le financement et sur la conduite opérationnelle des opérations alors qu'il est demandé aux administrateurs non exécutifs de discuter avec un regard critique la stratégie et les politiques proposées par le management. Les informations auxquelles les administrateurs ont accès doivent demeurer au sein de l'entreprise, les administrateurs ne peuvent utiliser celles-ci à d'autres fins que la bonne conduite de l'activité. Il convient également de tout mettre en œuvre pour éviter les conflits d'intérêts.

Principe 4 : « *la société instaure une procédure rigoureuse et transparente pour la nomination et l'évaluation du conseil d'administration et de ses membres* ».

Le quatrième principe mis en avant par le code traite de la nomination ou réélection des administrateurs et de l'évaluation du conseil et de ses membres. Des procédures précises avec des critères définis doivent être mises en place lors de la nomination d'un nouvel administrateur. La nomination peut être l'initiative du comité ou de l'assemblée générale. Il convient de vérifier que chacun des administrateurs a reçu les informations nécessaires afin d'évaluer l'impact que pourrait avoir la potentielle élection. Les candidats non exécutifs doivent être informés de la situation de l'entreprise et de l'investissement qui est attendu d'eux. Le président du conseil se charge de faire en sorte que les nouveaux administrateurs soient formés aux spécificités de l'entreprise et à son mode de fonctionnement, cela est d'autant plus important si les nouveaux membres sont amenés à siéger dans un des comités du conseil d'administration. Les administrateurs reçoivent également une formation continue pour conserver leurs compétences à jour. Enfin, le conseil d'administration et son président procèdent à une évaluation du fonctionnement du conseil et du management exécutif. Les informations relatives à ces évaluations doivent être publiées dans la déclaration de gouvernance d'entreprise.

Principe 5 : « *le conseil d'administration constitue des comités spécialisés* ».

Le cinquième principe du code invite les entreprises à créer au sein du conseil d'administration des comités spécialisés pour répondre à des questions spécifiques. Les comités préconisés sont un comité d'audit, un comité de nomination ainsi qu'un comité de rémunération. Le code précise que les comités de nomination et de rémunération peuvent être fusionnés. Le conseil d'administration doit mettre en place un règlement d'ordre intérieur pour chacun des comités. Le code indique également que les comités doivent être composés d'au moins trois membres. Les comités ont un rôle informatif, ils n'ont pas le droit de faire d'injonctions directes au conseil d'administration, ce dernier conservant le pouvoir final sur toute décision.

Principe 6 : « *la société définit une structure claire du management exécutif* ».

Le sixième principe s'intéresse au management exécutif et définit son rôle et la composition souhaitée pour cet organe. Un règlement d'ordre intérieur propre au management exécutif et indiquant ses responsabilités et pouvoirs, sa composition et son fonctionnement doivent être mis en place par le conseil d'administration. L'équipe de management exécutif doit, en outre, être composée d'au moins tous les administrateurs exécutifs. Cette équipe doit avoir une marge de manœuvre afin de pouvoir mettre en œuvre la stratégie définie par le conseil d'administration et pour pouvoir conduire les activités de la société. Le management exécutif est responsable devant le conseil d'administration et doit faire en sorte de lui fournir toutes les informations quant à la situation financière et aux affaires de l'entreprise. Les pouvoirs de représentation du management exécutif doivent être clairement définis. Il est également nécessaire d'éloigner tout conflit d'intérêts pouvant concerner le management exécutif.

Principe 7 : « *la société rémunère les administrateurs et les managers exécutifs de manière équitable et responsable* ».

Le septième principe traite de la rémunération des administrateurs et des managers exécutifs. La rémunération qui leur est attribuée doit être suffisante afin d'entretenir leur motivation durant toute la durée de leur mandat/contrat et de pouvoir leur permettre de solliciter une nouvelle nomination une fois le terme de la première atteint. Les administrateurs non

exécutifs ne doivent en aucun cas recevoir une rémunération liée à la performance de l'entreprise alors que le code prône le contraire pour les managers exécutifs. Cette différence est liée à la différence des rôles de chacun, l'administrateur indépendant ayant plutôt un rôle de conseiller alors que le manager exécutif doit mener au mieux les opérations pour faire évoluer positivement la situation financière de l'entreprise. Un rapport de rémunération comprenant les détails de la politique de rémunération appliquée et la rémunération de chacun doit être publié chaque année.

Principe 8 : *« la société engage avec les actionnaires et actionnaires potentiels un dialogue basé sur la compréhension mutuelle des objectifs et des attentes ».*

Le huitième principe se concentre sur les relations entre la société et ses actionnaires en précisant l'importance du dialogue entre le conseil d'administration et ceux-ci. Ainsi, il est demandé à la société de procéder à des publications régulières des documents pouvant intéresser les actionnaires (description des droits de vote, calendriers, statuts, etc.). La composition de l'actionnariat doit également être disponible dans la charte de gouvernance d'entreprise. Le fonctionnement de l'assemblée générale fait aussi l'objet d'explications. Ainsi, le code indique une restriction de seuil minimal de capital à ne pas dépasser pour pouvoir faire une proposition lors de l'assemblée. Les actionnaires doivent, entre autres, être informés de l'ordre du jour avant chaque assemblée et des possibilités de vote en cas d'absence, mais aussi recevoir le procès-verbal de l'assemblée une fois celle-ci terminée. Le code insiste sur l'importance du rôle des actionnaires institutionnels dans la critique constructive de la gouvernance de l'entreprise, mais également sur le respect que doit adopter l'entreprise envers les actionnaires minoritaires. Enfin, il est judicieux d'engager un dialogue avec les actionnaires concernant les points du code de gouvernance que le conseil a choisi de ne pas respecter compte tenu de la situation de la société.

Principe 9 : *« La société assure une publication adéquate de sa gouvernance d'entreprise ».*

Le neuvième principe du code enjoint les sociétés à la publication des informations sur la gouvernance en place dans l'entreprise. Ainsi, la société a le devoir de mettre en ligne une charte de gouvernance d'entreprise afin de décrire les aspects principaux de sa gouvernance d'entreprise ainsi que de publier une déclaration de gouvernance reprenant des informations

sur les systèmes de gestion des risques et sur la composition du conseil d'administration et des comités, la qualité de chacun des membres qui les composent, un rapport sur l'activité réelle du conseil et des comités, ou encore un rapport de rémunération qui décrit les modes de rémunération en vigueur pour les dirigeants. C'est dans la déclaration de gouvernance d'entreprise que les administrateurs expliqueront les dispositions du code qu'ils ont choisi de ne pas respecter. La société doit indiquer dans ces deux documents qu'elle adopte le Code belge de gouvernance d'entreprise comme code de référence.

b) Le contenu du Code AFEP-MEDEF

Le code AFEP-MEDEF adopte une structure différente du Code Belge de gouvernance d'entreprise. Il se compose de vingt-cinq recommandations qui concernent chacune un aspect de la gouvernance. Ces recommandations concernent l'organisation du conseil d'administration, les règles en matière de publications, les relations avec les actionnaires ou encore une recommandation quant à la mise en œuvre du code... Cette structure nous apparaît être plus claire que la structure du code belge. En effet, alors que le code belge nous a semblé parfois nébuleux, mélangeant beaucoup d'informations différentes dans un même principe, le code français a l'avantage d'être clair et de bien délimiter les informations dans la recommandation le concernant. Le code n'est pas fort différent de son cousin belge dans son contenu. Les paragraphes relatifs au conseil de surveillance, organe n'existant pas en Belgique, fusionnés avec ceux concernant le conseil d'administration. La véritable différence majeure, qui fait l'objet d'une de nos variables de recherche dans notre étude empirique est le fait que, contrairement au code belge de gouvernance, le code français de gouvernance ne prône pas la séparation des rôles de président du conseil et de directeur général, laissant la liberté aux sociétés de choisir la configuration qui leur convient le mieux. Cette liberté ne se traduit pas une proportion de PDG bien plus élevée dans l'échantillon français que dans l'échantillon belge.

Chapitre VI : Fonctionnement des sociétés anonymes

Le présent chapitre a pour but d'expliquer le fonctionnement des organes des sociétés anonymes en Belgique et France. Les sociétés qui constituent l'échantillon utilisé pour la réalisation de l'étude empirique étant en très grande majorité des sociétés anonymes, nous ne nous attarderons que sur le fonctionnement de celles-ci. La gouvernance des sociétés anonymes est exercée par les organes que sont, d'une part, l'assemblée générale des actionnaires, commune à tous les types de sociétés anonymes, et, d'autre part, le conseil d'administration et le directeur général pour les sociétés de type moniste et par le « conseil de surveillance » et le « directoire » en plus de l'assemblée générale pour les sociétés à structure duale que l'on ne trouve pas en Belgique, mais bien en France. Les informations concernant la « société anonyme » française et son fonctionnement se trouvent dans le chapitre V du Code de commerce français qui est le livre regroupant l'ensemble des lois en matière de droit commercial et des sociétés. En Belgique, ces informations sont disponibles dans le Code des sociétés.

a) Définition de la société anonyme

Les définitions de la société anonyme que l'on peut trouver dans les codes des deux pays sont assez différentes, la définition française étant plus détaillée que la belge. Ainsi, en France, la société anonyme est « *la société dont le capital est divisé en actions et qui est constituée entre des associés qui ne supportent les pertes qu'à concurrence de leurs apports* » (art. L225-1). La définition belge du terme est moins précise en ce qu'elle considère seulement la société anonyme comme une société « *dans laquelle les actionnaires n'engagent qu'une mise déterminée* » (art. 437). La société anonyme est l'une des formes de sociétés pouvant être cotées, c'est-à-dire admises en bourse. Le Code des sociétés définit les sociétés cotées comme « *les sociétés dont les titres sont admis aux négociations sur un marché réglementé* » (art. 4).

c) L'assemblée générale des actionnaires

L'assemblée générale des actionnaires est l'organe souverain d'une société. Son fonctionnement est assez semblable en France et en Belgique, c'est pourquoi sa présentation est regroupée en une section commune. Le Code des sociétés indique dans son article 531 que « *l'assemblée générale des actionnaires a les pouvoirs les plus étendus pour faire ou ratifier les actes qui intéressent la société* ». Elle peut être ordinaire auquel cas elle a lieu une fois par an comme exigé par le code ou extraordinaire pour discuter de questions spécifiques et dont l'importance requiert l'avis des actionnaires.

L'assemblée générale ordinaire a pour objectif de discuter les comptes annuels présentés par le conseil d'administration ou par le directoire, et de les approuver s'ils ont été conformément établis. Elle peut également décharger les personnes responsables de l'établissement des comptes annuels. Elle a souvent lieu au plus tard 6 mois après la clôture des comptes. De plus, les rapports de gestion et le rapport du commissaire sont analysés. Les nominations des nouveaux administrateurs ou de membres du conseil de surveillance peuvent avoir lieu durant cette assemblée. Les modalités pratiques ne sont pas entièrement similaires en Belgique et en France, mais un certain nombre de modalités se ressemblent. Ainsi, l'assemblée a généralement lieu à un jour, une heure et un endroit indiqué dans les statuts. Les convocations doivent être envoyées dans un délai suffisant pour que chaque actionnaire ou obligataire puisse en prendre connaissance. Une publication dans la presse ou dans un journal officiel (du type *Moniteur Belge* en Belgique) est également d'application. Les participants à l'assemblée générale doivent recevoir un certain nombre de documents avant le début de celle-ci afin de pouvoir s'y préparer. Ces documents comprennent les comptes annuels, les rapports de gestion et du commissaire, etc. Les modalités des votes requièrent un *quorum minimum* d'actionnaires présents (en pourcentage de droits de vote détenus) et au moins cinquante pour cent des voix sont nécessaires pour qu'une décision soit adoptée. Après l'assemblée, un projet verbal est publié. À côté des assemblées générales ordinaires, des assemblées générales exceptionnelles peuvent être convoquées pour régler certaines questions importantes, par exemple les augmentations de capital ou encore les restructurations de la société. Ces assemblées générales extraordinaires requièrent néanmoins un quorum supérieur à celui nécessaire lors des assemblées générales ordinaires.

Le fonctionnement d'une société anonyme française ayant fait le choix d'une structure avec un conseil de surveillance et un directoire repose sur la séparation entre les fonctions de gestion qui sont l'apanage du directoire et les fonctions de contrôle qui sont assurées par le conseil de surveillance.

d) Le conseil d'administration ou de surveillance

Le conseil d'administration est l'organe le plus emblématique d'une société anonyme. Le conseil a pour rôle de déterminer les orientations stratégiques de l'entreprise. Ses pouvoirs sont immenses du fait que c'est au conseil de nommer le directeur général et d'en fixer la rémunération. Le conseil doit créer un comité d'audit qui a la tâche d'évaluer les comptes annuels et semestriels et de veiller à l'indépendance de l'auditeur de l'entreprise et peut créer des comités de rémunérations et de nominations dans lesquels sont discutés les critères de rémunération et de nomination des administrateurs et dirigeants. Le conseil élit un président qui peut également cumuler cette fonction avec celle de directeur général auquel cas on parlera de président-directeur général (PDG) ou, en anglais, de « chief executive officer » (CEO). Dans les sociétés qui ont choisi la structure duale, le conseil d'administration est remplacé par le conseil de surveillance. Ses attributions sont assez semblables à celles du conseil d'administration si ce n'est le fait que, contrairement au conseil d'administration, aucun membre du conseil de surveillance ne peut être impliqué dans la gestion opérationnelle de l'entreprise. Il n'y a donc pas ici de possibilité de créer un poste de PDG.

Plusieurs types d'administrateurs se côtoient au sein d'un conseil. Ces deux définitions seront importantes pour la suite de ce travail dans laquelle nous évaluerons le rôle de ce type d'administrateurs sur la performance.

- Administrateur exécutif : administrateur qui exerce une fonction et des responsabilités exécutives dans la société.
- Administrateur indépendant : administrateur qui ne représente ni l'actionnaire ni le management et qui n'entretient pas de relations commerciales, familiales ou autres liens avec l'entreprise ou une autre société de son groupe. Au sens légal, administrateur qui répond aux critères de l'article 526^{ter} du Code des sociétés (Guberna, 2012, p.29).

e) Le directoire

Le Code de commerce investit le directoire des « *pouvoirs les plus étendus pour agir en toute circonstance au nom de la société [...] dans la limite de l'objet social et sous réserve de ceux expressément attribués par la loi au conseil de surveillance et aux assemblées d'actionnaires* » (art. L225-64). Les pouvoirs du directoire sont semblables à ceux du directeur général dans une société anonyme avec conseil d'administration. Dans les faits, le directoire est chargé de la gestion de la société. Le directoire a le pouvoir d'engager la société même pour des actes qui ne relèvent pas de l'objet social sauf s'il est possible de prouver que le tiers, avec lequel l'engagement est conclu, avait connaissance de l'objet social au moment de la signature, la simple publication des statuts étant suffisante pour rendre l'objet social opposable aux tiers. Dans le cas où les statuts prévoient une limitation des pouvoirs du directoire, celle-ci est inopposable aux tiers (art. L225-64). Concrètement, le pouvoir de représentation n'est attribué qu'au président du directoire, même s'il est possible d'attribuer ce pouvoir à d'autres membres du directoire ou du conseil de surveillance (art. L225-66). Les fonctions du directoire sont exercées sous le contrôle du conseil de surveillance. Le directoire est composé de minimum deux membres et de maximum 5 membres pour les sociétés non cotées et de maximum 7 membres pour les sociétés cotées. L'assemblée générale a le pouvoir de révoquer les membres du directoire. Cette possibilité est également donnée, si les statuts le prévoient, au conseil de surveillance (art. L225-61). Un membre du directoire ne peut être en même temps un membre du conseil de surveillance. Cette disposition tend à conserver l'indépendance des membres des deux organes. Néanmoins, les membres du directoire étant nommés par le conseil de surveillance, nous pouvons nous interroger sur l'indépendance réelle des membres du directoire, certains pouvant être choisis, sous conditions, par les membres du conseil de surveillance afin d'accomplir les actes décidés par ces derniers. Cette règle vise plutôt à encourager les membres des deux organes à s'investir pleinement dans leur tâche, une multiplication des attributions au sein d'une même société — tout comme au sein de plusieurs sociétés — ne permettant pas toujours à ceux-ci d'être pleinement dévoués à leur fonction. En Belgique, les fonctions du directoire sont assurées par le directeur général qui peut, si les statuts le prévoient, constituer un comité de direction conférer à celui-ci une partie de ses pouvoirs, notamment en matière de représentation.

f) La détention d'actions par les dirigeants

La loi du 4 août 2008, dite de « modernisation de l'économie », rend facultative la détention d'actions par les administrateurs ou les membres des conseils de surveillance (Crost et Messinne, 2010). Auparavant, il était légalement requis pour les administrateurs et les membres des conseils de gouvernance de posséder des actions de la société dans laquelle ils exerçaient un mandat. Cette règle visait à donner une légitimité aux administrateurs et à démocratiser l'entreprise. En effet, il était considéré qu'un administrateur était plus à même de défendre les droits des actionnaires s'il avait lui-même des intérêts en tant qu'actionnaire. Avant cette loi, la règle légale était déjà affaiblie par le fait que les sociétés avaient le pouvoir de régler statutairement la question. Crost et Messinne insistent sur ce point en précisant que *« l'obligation légale de détention était en outre considérablement amoindrie par le renvoi fait aux statuts pour la détermination du minimum de titres à détenir, souvent fixé à une seule action, aux seules fins de respect des dispositions légales impératives »* (2010, p. 55). De plus, les entreprises avaient souvent recours au prêt d'actions afin de ne pas décourager d'éventuels candidats au conseil d'administration ne désirant pas ou n'ayant pas les moyens d'investir des sommes parfois considérables pour pouvoir faire partie du conseil. Malgré l'abrogation de l'obligation légale de détention de titre, il est aujourd'hui toujours possible pour les sociétés d'imposer de manière statutaire ce type de contraintes.

Chapitre VII : Hypothèses de la recherche

Afin d'approfondir notre réflexion sur la gouvernance des entreprises et d'en vérifier l'utilité et l'efficacité sur la performance, nous avons décidé de retenir un certain nombre d'hypothèses quant à la configuration du conseil d'administration. Nous avons fait le choix de cet organe, car il est celui au rôle le plus symbolique et plus important dans la bonne gouvernance des entreprises. Nous aurions pu retenir plus de critères d'analyse, mais cela eut dépassé le cadre d'un mémoire de fin d'études.

1. La taille du conseil d'administration

La taille du conseil d'administration représente le nombre d'administrateurs qui le compose. La taille idéale d'un conseil d'administration est un thème largement débattu dans la littérature scientifique alors qu'elle est peu évoquée dans les textes de loi et les codes de bonne gouvernance. La loi belge impose aux sociétés anonymes un conseil composé de 3 administrateurs au minimum. La loi française impose le même seuil minimal, mais précise également le nombre maximum de membres, fixé à 18. Cette règle est aussi valable pour les sociétés anonymes qui ont fait le choix de la structure duale avec conseil de surveillance et un directoire. Le Code belge de gouvernance de gouvernance d'entreprise indique seulement que « *le conseil d'administration est organisé de manière à permettre l'exécution efficace de ses tâches* » (2009, p. 11)., il ne donne donc pas de réelle ligne de conduite quant à la taille à adopter. Une taille importante va favoriser la diversification des compétences et des expériences. Il est en effet de notoriété publique qu'« à plusieurs, on réfléchit mieux que seul ». Un conseil de grande taille aura donc l'avantage de rassembler des membres d'horizons divers, possédant chacun leur(s) propre(s) formation(s), leurs propres compétences spécialisées et leur propre expérience acquise lors de leurs précédentes fonctions. Un conseil de grande taille favorisera le contrôle des dirigeants (Finet et al., 2005). Les codes de gouvernance préconisant la présence d'administrateurs indépendants, nous pouvons considérer que celle-ci augmentera positivement avec la taille du conseil d'administration. Les administrateurs indépendants, n'ayant pas de liens avec l'entreprise, seront plus enclins à dénoncer une gestion n'allant pas dans l'intérêt de l'entreprise et des actionnaires. Une grande taille du conseil a néanmoins des inconvénients, elle accroît les

coûts de coordination, de communication et de formation (Finet et al., 2005). Les administrateurs ont besoin de recevoir toutes les informations utiles afin d'exercer de manière optimale leur mandat. Chacun a besoin de comprendre le fonctionnement de l'entreprise et ses spécificités afin de pouvoir prendre des décisions rationnelles lors de la définition de la stratégie. Un conseil rassemblant un grand nombre de personnes va rendre plus compliquée l'obtention d'un consensus qui a l'approbation de tous. En outre, le risque que des coalitions se forment et tentent de bloquer certaines décisions n'est pas à exclure. Maati (1999) évoque également un risque de démotivation chez certains membres qui peuvent considérer que leur avis n'est pas suffisamment pris en compte. Cerrada (2001) suggère que, dans les pays caractérisés par un système de gouvernance d'entreprise ouvert, la taille du conseil n'a pas vraiment d'importance et aura tendance à être plus restreinte dans des pays à système fermé. Ceci serait dû au fait que, dans un système ouvert, les administrateurs sont surtout des représentants des actionnaires, ils agissent donc directement dans l'intérêt de ceux-ci, les autres acteurs de l'entreprise étant moins représentés. Certaines études témoignent d'une certaine neutralité de la variable taille du conseil sur la performance de l'entreprise (Finet et al., 2005). Nous pouvons voir, au vu des éléments cités ci-dessus, qu'il n'y a pas réellement d'unanimité sur la question.

2. L'indépendance des membres du conseil d'administration

L'indépendance du conseil d'administration se mesure par le nombre d'administrateurs indépendants le composant. Comme indiqué précédemment, un administrateur indépendant est celui qui « *ne représente ni l'actionnaire ni le management et qui n'entretient pas de relations commerciales, familiales ou autres liens avec l'entreprise ou une autre société de son groupe* » (Guberna, 2012, p. 29). Le Code belge de gouvernance d'entreprise demande à ce que chaque conseil d'administration soit au moins composé de 3 administrateurs indépendants. Selon Berk et DeMarzo, l'efficacité du contrôle est renforcée par la présence d'administrateurs indépendants. Les administrateurs indépendants n'ayant aucun lien avec l'entreprise, ils sanctionneront plus facilement un dirigeant lorsqu'ils pensent que cela s'avère nécessaire. Néanmoins, ils ont le désavantage de ne pas vraiment connaître l'entreprise et son secteur d'activité, ce qui peut leur poser problème dans la prise de certaines décisions.

3. Présence d'administrateurs exécutifs au sein du conseil d'administration

Comme indiqué dans la section consacrée à la société anonyme et à ses organes, l'administrateur exécutif est celui « *qui exerce une fonction et des responsabilités exécutives dans la société* » (Guberna, 2012, p.29). Les administrateurs exécutifs ont l'avantage de connaître l'entreprise en profondeur. Ils y travaillent et ont ainsi pu être formés sur le terrain à toutes les spécificités de l'activité. Certains de ces administrateurs exécutifs sont des ingénieurs qui occupent des fonctions en rapport direct avec les processus de production, ils font donc figure de référents parmi le conseil d'administration pour les questions relatives aux aspects techniques de la stratégie. Les administrateurs exécutifs représentent donc un avantage pour le conseil dans la compréhension des matières techniques et du marché dans lequel se trouve l'entreprise. Leur présence est donc positive au bon fonctionnement des activités du conseil d'administration. Le problème à leur égard pourrait être les liens qui les unissent aux autres managers de l'entreprise et qui pourraient les empêcher d'exercer un jugement désintéressé à leur égard. L'administrateur exécutif pourrait aussi être lui-même mis en cause, ce qui pourrait représenter une difficulté supplémentaire dans le cas où cet administrateur aurait tissé de bonnes relations avec d'autres membres du conseil. Le Code AFEP-MEDEF recommande ainsi aux administrateurs non exécutifs de se rencontrer au moins une fois par an sans les administrateurs exécutifs afin d'évaluer leur situation en toute liberté. Notre échantillon révèle que la proportion d'administrateurs exécutifs est relativement faible comparée à la taille des conseils d'administration. Les autres membres non exécutifs exerçant face à eux un contre-pouvoir quand il s'agit de régler le cas d'un dirigeant déviant.

4. Séparation des fonctions de président du conseil d'administration et de directeur général

La séparation entre les fonctions de président du conseil d'administration et de directeur général est une question qui fait largement débat au sein de la littérature sur la gouvernance. Si le Code belge de gouvernance d'entreprise encourage la séparation des rôles — séparation largement respectée au vu de notre échantillon —, le code français laisse, quant à lui, le choix aux sociétés de préférer l'option qui leur semble la plus adaptée. Certains travaux vont dans le sens de l'unicité des fonctions. En effet, une séparation conduit à une augmentation

des coûts d'information et de contrôle (Finet et al., 2005). Finet et al. Pensent que la séparation convient mieux dans des entreprises avec un environnement moins incertain, plus routinier alors que l'unicité des fonctions aura l'avantage d'augmenter la réactivité du conseil dans des moments plus troubles et demandant une réponse rapide. Le directeur général possède le pouvoir d'engager la société et d'accomplir tous les actes utiles à l'objet social de la société qui ne sont pas expressément réservés au conseil d'administration. En cumulant les deux fonctions, le pouvoir du président-directeur général s'en trouve d'autant plus accru qu'il peut accomplir les actes réservés au conseil d'administration en plus de ceux attribués au directeur général. Maati indique que « *le dirigeant cumulant le rôle de président du conseil et de directeur général s'érige naturellement en acteur incontournable à travers son rôle* » (1999, p. 146). La séparation des fonctions a l'avantage de ne pas concentrer trop de pouvoir dans les mains d'une unique personne. La séparation a néanmoins l'inconvénient de créer un flou à l'égard des tiers quant à la personne qui représente la société. De plus, une séparation peut entraîner une forme de lutte de pouvoir entre le président du conseil d'administration et le directeur général, ce qui peut nuire à l'efficacité du conseil et de la gestion. L'approche directoire-conseil de surveillance permet, en plus de séparer les deux fonctions, de confier le pouvoir de gestion à plusieurs personnes, ce qui permet de créer une forme de surveillance mutuelle entre ces acteurs.

5. Fréquences des réunions du conseil d'administration et assiduités des membres

Le conseil d'administration se réunit plusieurs fois dans son travail de définition de la stratégie, de nomination et d'évaluation des membres du conseil et de la direction générale, mais encore, pour la préparation de l'assemblée générale et pour la publication des informations requises par la loi. Il se réunit également avec le directeur général et le comité exécutif afin de vérifier si les actions mises en place par ceux-ci correspondent à la stratégie préalablement imaginée. Une fréquence élevée des réunions est un signe positif pour l'entreprise. Même si celles-ci ne sont peut-être pas toutes vitales à l'activité, un nombre de réunions élevé va permettre au conseil de couvrir plus de sujets, parfois plus anodins et moins officiels que leurs attributions légales. Il est donc positif pour les conseils d'organiser autant de réunions que possible, selon la disponibilité des administrateurs. Néanmoins, d'après Cerrada (2001), une faible fréquence des réunions du conseil d'administration peut être le résultat de la présence de comités en marge du conseil d'administration. Certains

sujets peuvent être discutés directement dans les réunions spécifiques aux comités et ne demandent dès lors pas spécialement un grand nombre de rencontres entre le conseil dans son entièreté.

En outre, un taux d'assiduité important témoigne de l'implication des membres du conseil à leur fonction. Le taux d'assiduité est calculé pour chaque administrateur en fonction du nombre de réunions auxquelles il a assisté sur l'ensemble des réunions auxquelles il était invité à participer. Un taux moyen plus élevé est un point positif pour le conseil d'administration. En effet, des administrateurs peu impliqués ne seront pas à même de se figurer les moments clés que traverse l'entreprise. De plus, un administrateur souvent absent pourrait perdre sa crédibilité aux yeux des autres membres du conseil et ainsi ne pas recevoir l'écoute qu'il mériterait d'avoir.

6. Présence de comités spécialisés au sein du conseil d'administration

Les lois belge et française imposent au conseil d'administration des sociétés cotées en bourse la création d'un comité d'audit. Comme indiqué préalablement dans ce travail, les comités sont composés de membres du conseil d'administration et n'ont qu'un rôle consultatif vis-à-vis de celui-ci, leurs avis n'étant pas contraignants pour le conseil. Le comité d'audit apporte un réel plus au conseil et à l'entreprise. Composé de membres experts dans le sujet, il encourage la publication de comptes fidèles à la situation réelle de l'entreprise, élément clé pour la réputation de l'entreprise et, par conséquent, pour ses recherches de financement. Le comité de rémunération permet une plus grande transparence dans les modes de rémunérations des dirigeants. Quant au comité de nomination, il permet la mise en place de critères précis et un processus de sélection défini. La grande majorité des entreprises cotées ont intégré ces comités à leur conseil d'administration comme le demandent la loi ou les codes de bonne gouvernance. Nous avons pu remarquer au cours de nos recherches l'existence d'autres types de comités comme les comités stratégiques dont le but est de se concentrer sur la définition de la stratégie de l'entreprise ou des comités techniques ou scientifiques dans les entreprises dont les opérations demandent d'intégrer cette approche à la stratégie. Ces comités supplémentaires témoignent de la volonté des conseils d'administration de mettre tout en œuvre pour mener à bien la mission qui est la leur. Nous nous sommes donc intéressés au lien éventuel entre le nombre de comités mis en place à l'intérieur du conseil d'administration et la performance de l'entreprise.

7. Représentation des femmes et internationalisation des conseils d'administration

La question de l'égalité hommes-femmes est une question centrale dans la société actuelle. Cette question se pose d'autant plus du point de vue des entreprises où les femmes ont souvent été reléguées à des rôles secondaires et où l'égalité des salaires n'est pas entièrement acquise. En Belgique, malgré la loi du 22 avril 2012 visant à lutter contre l'écart salarial entre les sexes, les différences sont toujours marquées. Ainsi, en 2013, « *l'écart salarial au niveau du salaire horaire s'élève à 10 % en défaveur des femmes* » (Service public fédéral Emploi, Travail et Concertation sociale, s.d., para. 2). L'évolution des femmes vers les plus hauts niveaux hiérarchiques est de plus en plus visible et la place des femmes au sein des conseils d'administration est de plus en plus prononcée. Néanmoins, les progrès à réaliser en la matière sont encore conséquents. Beaucoup d'états se sont penchés sur la question et ont imposé dans leur législation un seuil minimum de représentation des femmes au sein des conseils d'administration. C'est le cas notamment de la France où la loi du 27 janvier 2011 impose dans certaines sociétés commerciales, notamment les sociétés anonymes cotées, un seuil de minimum 20 % de membres de chaque sexe au sein du conseil d'administration et du conseil de surveillance au premier janvier 2014 et de 40 % avant le premier janvier 2017. Le non-respect de cette loi entraînerait la « *nullité des nominations si elles n'ont pas pour effet de réduire l'écart avec les proportions définies par la loi* » (Circulaire n° 5517/SG, 2011, p. 5). Cette loi a eu pour effet d'augmenter la présence féminine au sein des conseils d'administration « *d'un peu plus de 5 % en 2003 à un peu plus de 25 % en octobre 2012* » (Commission européenne, 2013). Le pourcentage est en augmentation au fur et à mesure des échéances imposées par la loi. Ainsi, en octobre 2015, le pourcentage moyen de femmes dans les conseils d'administration s'élevait à 33,3 % pour les entreprises composant le SBF120 (Observatoire Ethics & Boards, 2015). En Belgique, l'article 518 bis du Code des sociétés nous indique que « *dans les sociétés dont les titres sont admis aux négociations sur un marché réglementé visé à l'article 4 [les sociétés cotées], au moins un tiers des membres du conseil d'administration sont de sexe différent de celui des autres membres* ». Il convient de s'interroger sur la légitimité d'imposer la présence des femmes au sein des conseils d'administration des entreprises. Une loi est-elle vraiment nécessaire pour cela, ou alors les femmes devraient-elles se créer leur propre place par leur travail.

Plusieurs études se sont penchées sur le lien entre la présence féminine au sein des conseils d'administration et les résultats des entreprises. À l'heure où les femmes sont de plus en plus représentées et où des législations sont mises en place pour favoriser leur émergence, il nous paraît intéressant de nous pencher sur l'apport d'efficacité que les femmes apportent réellement aux entreprises. Ainsi, Adams et Ferreira dans leur étude consacrée à l'impact de la présence des femmes dans le conseil d'administration concluent à une relation négative entre leur présence et les résultats financiers (les mêmes que ceux que nous avons choisis pour notre étude) pour un panel d'entreprises américaines.

La mondialisation que connaît l'économie entraîne de nombreuses fusions d'entreprises ainsi que l'ouverture à de nouveaux marchés toujours plus éloignés du pays dans lequel l'entreprise a été fondée. Ce phénomène s'accompagne d'une internationalisation de la composition des conseils d'administration. Il n'est pas rare de nos jours de trouver des administrateurs d'horizons très variés dans un même conseil d'administration. Certains administrateurs étrangers sont des membres de sociétés avec laquelle l'entreprise a fusionné et d'autres ont tout simplement été nommés pour leurs compétences particulières ou pour leur connaissance des marchés dans lesquels l'entreprise souhaite s'implanter.

8. Comité exécutif

Le comité exécutif est le pendant du conseil d'administrateur au niveau opérationnel. Il est composé des directeurs de l'entreprise et est chargé de la conduite des opérations. Le comité répond au directeur général, lui-même nommé par le conseil d'administration ou par le conseil de surveillance. Cette équipe peut parfois entrer en concurrence avec le conseil d'administration. En effet, les administrateurs représentants des actionnaires ou indépendants vont surtout chercher à maximiser la valeur actionnariale tandis que le comité exécutif va travailler à la pérennité de l'activité à plus long-terme. Des conflits peuvent même apparaître et bloquer la marge de manœuvre de l'entreprise. C'est pourquoi nous avons décidé d'étudier l'incidence de la taille du comité exécutif sur les résultats financiers. Bien que le comité exécutif ne soit pas un attribut du conseil d'administration à proprement parler, leurs liens étroits font qu'il peut être intéressant d'ajouter cette variable à notre étude.

Partie 2 : Étude empirique

Cette seconde partie vise à présenter l'étude empirique réalisée dans le cadre de ce mémoire. L'objectif principal de notre étude est de confronter les éléments théoriques mis en évidence dans la première partie du travail, consacrée à la revue de la littérature, à des données chiffrées, récoltées sur un panel d'entreprises, afin de pouvoir tirer des conclusions quant à la véracité de ces éléments et à leur application aux contextes belges et français. Un peu partout dans le monde, de nombreuses études empiriques se sont penchées sur la question des liens entre les mécanismes de gouvernance d'entreprise et les résultats financiers. Nous pouvons par exemple citer l'étude publiée en 2009 par le professeur de l'Université de Cambridge Paul Guest qui s'intéresse à l'impact de la taille du conseil d'administration sur la performance des entreprises britanniques ou encore celle de Adams et Ferreira qui se concentre sur l'apport des administratrices à la gouvernance et à la performance. Néanmoins, nous n'avons pas trouvé d'étude s'intéressant plus particulièrement au contexte belge et à la comparaison avec la situation en France. C'est pourquoi nous avons décidé de nous intéresser plus spécialement à cette approche. De plus, la Belgique et la France présentent l'avantage de publier la majorité de leurs informations réglementées (rapports annuels, rapports de gouvernance, etc.) en langue française, ce qui représente un atout non négligeable qui a pesé dans notre choix des pays à sélectionner pour notre étude.

Chapitre VIII : Méthodologie

La présente section a pour but de présenter la méthode utilisée pour la réalisation de notre étude empirique. Nous nous attacherons également à légitimer les choix qui ont été les nôtres dans la détermination des types de tests statistiques à effectuer, dans la sélection des données à récolter ainsi que pour les hypothèses testées. La méthodologie présente tout d'abord l'échantillon choisi et la manière dont il a été récolté. Nous expliquerons ensuite les mesures de la performance des entreprises et les caractéristiques de bonne gouvernance d'entreprise qui ont été retenues pour les tests statistiques. Enfin, les éléments statistiques nécessaires à la réalisation des tests seront détaillés.

1. Choix et caractéristiques de l'échantillon

L'échantillon utilisé pour notre étude est composé de sociétés et groupes figurant dans les indices BEL 20 pour la Belgique et CAC 40 pour la France.

Le BEL 20, acronyme de « Belgian 20 », est un indice boursier « *basé sur la performance des 20 entreprises les plus représentatives du marché belge* » (Van Dessel, 2016, para. 1). Il a été créé en 1991. Avant cette date, seul un indice global reprenant l'ensemble des sociétés cotées sur le marché belge était disponible. Le BEL 20 est aujourd'hui 8 fois plus liquide que lors de sa création (Van Dessel, 2016). Cela tient au fait qu'il est l'indice phare du marché belge, et qu'il est donc représentatif des plus grandes sociétés et de la santé économique de notre pays. La composition du BEL 20 est revue de manière annuelle lors du mois de mars, auquel s'ajoutent des corrections trimestrielles en juin, septembre et décembre. Elle est basée sur les « *18 premières capitalisations d'Euronext Bruxelles [qui] sont automatiquement incorporées à l'indice* » (Trends Tendances, 2016, para. 12). La priorité est ensuite donnée aux entreprises déjà précédemment reprises dans l'indice. Les éventuelles places restantes sont attribuées aux entreprises ayant la meilleure capitalisation. D'autres critères, notamment concernant le pourcentage d'actions « free float », qui sont les actions non détenues par les actionnaires de contrôle ou par l'état, sont à respecter.

Le CAC 40, pour « cotation assistée en continu », est le principal indice de référence de la Bourse de Paris. Créé en 1988, il se compose de 40 entreprises françaises « *parmi les 100 sociétés françaises dont les volumes d'échanges de titres sont les plus importants* » (Le Portail de l'Economie et des Finances, 2015, para. 3). Des sociétés non françaises, mais tout de même cotées à la Bourse de Paris sont également reprises dans l'indice, notamment Solvay ou Nokia. Comme pour le BEL 20, des critères reprenant la proportion d'actions « free float » sont également d'application. La composition du CAC 40 est revue de manière trimestrielle par le Conseil scientifique des indices, institution indépendante de la Bourse de Paris. Notre échantillon est composé du CAC 40 et du BEL 20 en date du 7 juillet 2016.

Les données composant l'échantillon utilisé pour la réalisation de notre étude ont été récoltées de différentes manières. Tout d'abord, nous nous sommes basés sur les données accessibles dans les rapports « Belgium Board Index » et « France Board Index » de la société « Spencer Stuart ». La société Spencer Stuart est un cabinet américain d'« executive search », c'est-à-dire, une société offrant aux entreprises des services de recrutement de cadres et de dirigeants. La société propose ses services dans la « *recherche d'administrateurs [...] indépendants [dans] l'évaluation du fonctionnement des conseils d'administration [et dans] l'évaluation d'équipes de direction générale* » (IFA, s.d., para. 3). En outre, elle publie annuellement, des rapports qui rendent compte de la composition des conseils d'administration et des comités spécialisés des sociétés à travers le monde. Les rapports à notre disposition sont les exemplaires 2013, 2014 et 2015 pour la Belgique et 2013 et 2014 pour la France. Nous avons récolté le reste des données sur les conseils d'administration et le comité exécutif dans les rapports annuels — documents de référence pour la France — des entreprises que nous nous sommes procurés sur les sites web de celles-ci. Enfin, les données financières ont été récoltées sur la base de données « Capital IQ », consultable dans les locaux de HEC. Capital IQ est une base de données développée par la société « S&P Global » offrant aux utilisateurs un large panel de données relatives aux entreprises cotées. La base de données couvre « *plus de 99 % des capitalisations boursières mondiales* » [traduction] (S&P Global, s.d., para. 1), l'entièreté des entreprises analysées y était donc présente. Nous y avons recueilli les données relatives à la capitalisation boursière, au chiffre d'affaires, à l'actif total, aux fonds propres et au résultat net des entreprises de notre échantillon.

Comme énoncé préalablement, notre échantillon est composé des entreprises du BEL 20 et du CAC 40 en date du 7 juillet 2016. L'échantillon a néanmoins été amputé de certaines sociétés du fait de leur appartenance au secteur financier (banques ou compagnies d'assurances). Il s'agit, pour la France de Axa, BNP Paribas, du Crédit Agricole et de la Société Générale et, pour la Belgique, de Ageas, de bpost, de ING et de KBC. Deux autres sociétés ont également été retirées de l'échantillon français. Les entreprises Lafarge et Holcim ayant fusionné dans le courant de l'année 2015 il ne nous était pas possible d'obtenir des données communes pour les années 2013 et 2014, les rapports annuels étant distincts jusqu'à l'opération de fusion. De plus, le groupe Alcatel Lucent ayant été racheté par le groupe Nokia en 2015, il ne nous a pas paru opportun de le conserver dans l'échantillon, du fait de la récence de cette opération, mais également parce que la gouvernance en vigueur dans le groupe Nokia, entreprise au départ finlandaise, peut s'avérer différente que celle appliquée dans les entreprises françaises. Concernant le BEL 20, nous avons été obligés de supprimer Ontex de la liste. Cette société n'étant cotée que depuis 2014, les données financières relatives à la capitalisation boursière n'étaient pas disponibles pour l'année 2013. En outre, Solvay étant présente dans les deux indices, nous avons décidé de le conserver dans l'échantillon belge vu que la Belgique est l'état d'origine de l'entreprise. Nous avons procédé de la même manière en attribuant Engie, elle aussi présente dans les deux indices, à l'échantillon français. Notre échantillon final se compose donc de 33 sociétés pour le CAC40 et de 14 sociétés pour le BEL 20 et donc de 47 au total.

2. Échantillon

Le tableau suivant présente l'ensemble des sociétés de l'échantillon ainsi que leur(s) secteur(s) d'activité :

Numéro	Entreprise	Secteur
BEL 20		
1	AB Inbev	Brassicole
2	Ackermans & van Haaren	Holding
3	Bekeart	Métallurgie
4	Cofinimmo	Immobilier
5	Colruyt	Grande distribution
6	Delhaize Group	Grande distribution
7	Elia	Energie
8	Galapagos	Pharmaceutique
9	GBL	Holding
10	Proximus	Télécommunications
11	Solvay	Chimie
12	Telenet Group	Holding
13	UCB	Pharmaceutique
14	Umicore	Métallurgie
CAC 40		
15	Accor Hotels	Hôtellerie
16	Air liquide	Gaz industriels
17	Airbus Group	Aéronautique
18	ArcelorMittal	Métallurgie
19	Bouygues	Télécommunications
20	Capgemini	Services aux entreprises
21	Carrefour	Grande distribution
22	Danone	Agroalimentaire
23	Engie	Energie
24	Essilor International	Ophthalmologie
25	Groupe PSA	Automobile
26	Kering	Habillement
27	Klepierre	Immobilier
28	L'Oreal	Cosmétique
29	Legrand	Systemes pour installations électriques
30	LVMH	Luxe et spiritueux
31	Michelin	Pneumatique
32	Orange	Télécommunications
33	Pernod Ricard	Spiritueux
34	Publicis	Publicité
35	Renault	Automobile
36	Safran	Aéronautique, défense
37	Saint-Gobain	Transformation de matériaux
38	Sanofi	Pharmaceutique
39	Schneider Electric	Produits de gestion d'électricité
40	Sodexo	Services de « qualité de vie »
41	Technip	Construction, énergie
42	Total	Energie
43	Unibail Rodamco	Centres commerciaux
44	Valeo	Automobile
45	Veolia Environnement	Energie
46	Vinci	Construction
47	Vivendi	Télécommunications et divertissement

3. *Choix de la méthode*

Afin de vérifier les hypothèses que nous avons mises en exergue dans notre revue de la littérature, nous avons décidé de procéder à une analyse statistique dans le but de dégager d'éventuels liens entre les caractéristiques des mécanismes de gouvernance des entreprises propres aux conseils d'administration qui composent notre échantillon et les résultats financiers des entreprises. Le choix de la méthode statistique a été celui de la plupart des études consacrées à l'explication des effets de la gouvernance sur la performance des entreprises (Carter et al., Adams et Ferreira, Boussaid, etc.), c'est-à-dire, l'élaboration d'une analyse de régression linéaire. Nous avons également procédé à l'analyse des matrices de corrélations qui nous aident à définir dans quelle mesure les variables peuvent s'influencer entre elles et peuvent influencer les résultats financiers.

L'analyse de régression linéaire est une procédure flexible et facilement adaptable à de nombreuses questions de recherche. Elle permet d'analyser des relations associatives entre une variable dépendante et une ou plusieurs variables indépendantes. Dans son livre « *Marketing Research : an applied orientation* », Naresh Malhotra évoque les cas pour lesquels l'analyse de régression linéaire peut s'avérer utile :

- Déterminer si les variables indépendantes expliquent une variation significative de la variable dépendante et si une relation existe entre les deux.
- Déterminer quel degré de la variation de la variable dépendante peut être expliquée par les variables indépendantes.
- Prédire les valeurs de la variable dépendante (Malhotra, 2010, p. 568).

L'équation de base associée à la régression linéaire est la suivante :

$$Y_{i,t} = \alpha + \beta X_{i,t} + \varepsilon$$

Où Y représente la variable dépendante, c'est-à-dire celle que l'on cherche à expliquer. Dans notre étude, Y correspond aux ratios financiers. La valeur de « i » fait référence au numéro de l'entreprise et celle de « t » à l'année analysée. Alpha est l'ordonnée à l'origine, c'est à dire, l'intersection entre la droite du modèle et l'axe des ordonnées. Beta se rapporte à la pente de la droite. Il symbolise le coefficient qui nous permet de définir le poids et le caractère positif ou négatif de la relation de X avec Y. La variable indépendante est la variable X, pour l'entreprise i et pour l'année t. Enfin, ε est le terme d'erreur, la partie du résultat ne pouvant être expliquée par nos variables indépendantes. Le coefficient de

détermination R^2 nous indique la force de la relation entre la variable dépendante et la ou les variables indépendantes (Malhotra, 2010).

Mesurer la performance d'une entreprise n'est pas chose facile. La performance fait généralement référence à des indicateurs économiques, mais elle ne se résume pas uniquement à cela. La performance dépend du point de vue de chacun. Ainsi, l'actionnaire va considérer qu'une entreprise performante est celle dont la valeur des actions s'apprécie au cours du temps, lui permettant subséquemment de maximiser son investissement. Les banques et autres organismes financiers sont plutôt intéressés par le cash dégagé par l'action de l'entreprise dans le but de pouvoir être rassurés quant au remboursement des sommes prêtées. À côté de cela, d'autres acteurs ont une conception de la performance plus éloignée de simples valeurs financières. Les travailleurs vont surtout espérer conserver leurs emplois et pouvoir évoluer dans un climat social stable et stimulant. Les états évaluent la performance selon l'importance des prélèvements perçus et des emplois créés et pérennisés par les entreprises. Le problème réside dans la difficulté à évaluer des mesures alternatives comme le nombre d'emplois créés ou le climat social, c'est pourquoi l'analyse des résultats financiers semble plus adaptée à notre étude.

Afin de mesurer la performance des entreprises composant l'échantillon, nous avons choisi les ratios « ROA » et « Q de Tobin » — du nom de l'économiste américain James Tobin qui est à l'origine de ce dernier. Notre choix est fondé sur le fait que ces ratios sont ceux les plus souvent utilisés dans les études consacrées à la comparaison entre la gouvernance et la performance des entreprises.

Le ratio ROA pour « Return on Assets » ou « rentabilité des actifs » en français est une mesure permettant de déterminer l'utilisation que fait une entreprise de ses actifs nets pour générer du profit ou encore « *la capacité de l'entreprise à dégager un résultat en utilisant l'ensemble de ses moyens* » (Zonebourse, s.d., para. 1).

Il se calcule de la manière suivante (Berk et DeMarzo, 2015, p. 52) :

$$\text{ROA} = \frac{\text{Résultat net}}{\text{Total de l'actif}}$$

Ainsi, plus ce ratio est élevé, plus une entreprise sera performante dans l'utilisation de ses actifs pour dégager un bénéfice. Il peut aussi être négatif si le résultat net de l'entreprise est une perte.

Les entrepreneurs acceptent d'investir si l'accroissement de la valeur de leur investissement est supérieur à son coût. Le ratio Q de Tobin d'une entreprise se calcule par le rapport entre sa valeur cotée en bourse et sa valeur de remplacement du capital fixe. Néanmoins, au vu de la difficulté relative au calcul de la valeur de remplacement du capital fixe, nous avons retenu la formule proposée par Wu dans son étude sur la composition du conseil et la performance de la firme (2009, p. 54) :

$$Q \text{ de Tobin} = \frac{\text{Capitalisation boursière} + \text{total de l'actif} - \text{fonds propres}}{\text{Total de l'actif}}$$

Si le ratio Q est supérieur à 1, cela signifie que le « *marché anticipe une profitabilité de l'investissement au-delà de son coût, au contraire, si le ratio Q est inférieur à 1, le marché anticipe une profitabilité de l'investissement inférieure à son coût* » (Kergueris, 2002, p. 42).

Un Q de Tobin inférieur à 1 ne poussera pas de nouveaux actionnaires à investir dans l'entreprise, ce qui handicapera l'entreprise quand elle aura besoin de nouveaux financements. Au contraire, un ratio supérieur à 1 amènera de nouveaux actionnaires à investir dans l'entreprise. L'inconvénient du ratio Q est qu'il n'est calculable que pour les entreprises cotées, ce qui a dû nous pousser à retirer Ontex de notre échantillon (du fait de son introduction en bourse mi 2014).

Les modèles que nous avons testés sont les suivants :

A. Modèle pour la variable dépendante ROA :

$$\begin{aligned} ROA_{i,t} = & \alpha + \beta_1 \text{TailleCA}_{i,t} + \beta_2 \text{FemCA}_{i,t} + \beta_3 \text{IndCA}_{i,t} + \beta_4 \text{ExeCA}_{i,t} + \beta_5 \text{EtrCA}_{i,t} + \\ & \beta_6 \text{EtatCA}_{i,t} + \beta_7 \text{Réunions}_{i,t} + \beta_8 \text{Assiduité}_{i,t} + \beta_9 \text{TailleCE}_{i,t} + \beta_{10} \text{PDG}_{i,t} + \\ & \beta_{11} \text{Comités}_{i,t} + \beta_{12} \text{ChiAff}_{i,t} + \varepsilon \end{aligned}$$

B. Modèle pour la variable dépendante Q de Tobin :

$$\begin{aligned} \text{TobinQ}_{i,t} = & \alpha + \beta_1 \text{TailleCA}_{i,t} + \beta_2 \text{FemCA}_{i,t} + \beta_3 \text{IndCA}_{i,t} + \beta_4 \text{ExeCA}_{i,t} + \\ & \beta_5 \text{EtrCA}_{i,t} + \beta_6 \text{EtatCA}_{i,t} + \beta_7 \text{Réunions}_{i,t} + \beta_8 \text{Assiduité}_{i,t} + \beta_9 \text{TailleCE}_{i,t} + \\ & \beta_{10} \text{PDG}_{i,t} + \beta_{11} \text{Comités}_{i,t} + \beta_{12} \text{ChiAff}_{i,t} + \varepsilon \end{aligned}$$

Synthèse de variables utilisées :

Variables	Définition	Mesure
Variables dépendantes		
ROA	Rentabilité des actifs	$\frac{\text{Résultat net}}{\text{Total de l'actif}}$
TobinQ	Q de Tobin	$\frac{\text{Capitalisation boursière} + \text{total de l'actif} - \text{fonds propres}}{\text{Total de l'actif}}$
Variables indépendantes		
TailleCA	Taille du conseil d'administration	Logarithme népérien du nombre de membres composant le conseil d'administration
FemCA	Présence des femmes au sein du conseil	Total de femmes divisé par la taille du conseil
EtrCA	Internationalisation du conseil	Nombre d'étrangers au sein du conseil d'administration divisé par la taille du conseil
ExeCA	Présence d'administrateurs exécutifs au sein du conseil	Nombre d'administrateurs exécutifs dans le conseil divisé par la taille de celui-ci
IndCA	Indépendance du conseil	Nombre d'administrateurs indépendants au sein du conseil d'administration divisé par la taille du conseil
EtatCA	Présence d'administrateurs de l'état dans le conseil	Nombre d'administrateurs nommés par l'état divisé par la taille du conseil
Réunions	Fréquence des réunions du conseil	Logarithme népérien du nombre de réunions annuelles du conseil
Assiduité	Assiduité des membres du conseil	Pourcentage moyen de présence des administrateurs aux réunions du conseil d'administration
TailleCE	Taille du comité exécutif	Logarithme népérien du nombre de membres composant le comité exécutif
PDG	Séparation des fonctions de président et de directeur général	Valeur égale à 1 si le président du conseil d'administration est également le directeur général et 0 si les rôles sont séparés
Comités	Nombre de comités du conseil	Logarithme népérien du nombre de comités du conseil d'administration
Variables de contrôle		
ChiAff	Chiffre d'affaires	Logarithme népérien du chiffre d'affaires de l'entreprise

Chapitre IX : Résultats des tests statistiques et discussion

Nous allons maintenant présenter les résultats des tests statistiques que nous avons effectués. Comme indiqué dans la section consacrée à la méthodologie, ces tests sont de deux natures : des matrices de corrélations et des analyses de la régression multiple. Nous allons essayer de dégager des conclusions afin de déterminer si ces résultats vont dans le sens de ce qui avait été souligné dans nos hypothèses de travail.

Le programme de statistiques Stata nous a fourni comme résultats les coefficients qui nous permettent d'évaluer le poids de variables indépendantes sur la variable dépendante testée, mais aussi les valeurs de t et de P qui nous aident à évaluer le caractère significatif des variables. Étant donné que notre test a été effectué avec un intervalle de confiance de 95 pour cent, pour être significative, une variable doit être associée à une valeur de t supérieure à 1,96 et à une variable P inférieure à 5 pour cent. La précision de notre modèle est exprimée par la valeur de R^2 . Plus celle-ci est élevée et se rapproche de l'unité, plus notre modèle sera précis quant aux liens entre nos variables indépendantes et notre variable dépendante. Les matrices de corrélations ont été calculées par Excel. C'est également Excel que nous avons utilisé pour le calcul des éléments nécessaires aux statistiques descriptives.

1. Statistiques descriptives

a) Échantillon du BEL 20 :

	Moyenne	Médiane	Mode	Écart-type	Minimum	Maximum
2013						
Taille du CA	12,07	12	14	2,84	8	18
Nb. Réunions/année	8,86	8	7	3,16	5	16
Assiduité	0,94	0,95		0,07	0,74	1
Taille du comité exécutif	7,50	7	7	2,59	4	14
% Admins indépendants	0,44	0,46	0,50	0,15	0,21	0,64
% Admins exécutifs	0,11	0,10	0,00	0,09	0,00	0,33
% Admins de l'état	0,04	0,00	0,00	0,13	0,00	0,50
% Femmes dans CA	0,16	0,14	0,00	0,12	0,00	0,36
% Étrangers dans CA	0,37	0,45	0,00	0,25	0,00	0,69
2014						
Taille du CA	11,86	11,50	11	2,71	7	17
Nb. Réunions/année	8,57	7,50	7	3,11	4	16
Assiduité	0,94	0,97	0,90	0,06	0,76	1
Taille du comité exécutif	7,43	6,50	5	3,11	4	15
% Admins indépendants	0,42	0,45	0,50	0,17	0,21	0,73
% Admins exécutifs	0,10	0,09	0,00	0,09	0,00	0,33
% Admins de l'état	0,04	0,00	0,00	0,13	0,00	0,50
% Femmes dans CA	0,19	0,19	0,11	0,11	0,00	0,36
% Étrangers dans CA	0,39	0,44	0,64	0,27	0,00	0,86
2015						
Taille du CA	11,93	12,50	14	3,12	6	18
Nb. Réunions/année	9,36	8,50	8	3,86	4	19
Assiduité	0,95	0,97	0,90	0,06	0,77	1
Taille du comité exécutif	7,36	7,00	10	2,59	4	12
% Admins indépendants	0,42	0,46	0,50	0,17	0,20	0,73
% Admins exécutifs	0,10	0,09	0,00	0,09	0,00	0,31
% Admins de l'état	0,04	0,00	0,00	0,13	0,00	0,50
% Femmes dans CA	0,25	0,23	0,14	0,12	0,11	0,50
% Étrangers dans CA	0,42	0,49	0,08	0,28	0,00	0,83

Chaque société est différente et son organisation est le fruit de son histoire et de sa culture d'entreprise. Au vu de notre échantillon belge, nous pouvons tirer certaines conclusions. La taille des conseils d'administration reste stable entre 2013 et 2015 avec une moyenne de plus ou moins 12 membres. On constate néanmoins une forte disparité avec des conseils comptant 18 membres alors que d'autres en dénombrent une dizaine de moins. Le pourcentage d'administrateurs de l'état est très faible et égal d'une année à l'autre. Cela vient du fait que l'échantillon ne compte qu'une seule entreprise publique : Proximus. Le nombre de réunions par année est en augmentation avec un taux d'assiduité stable, traduisant un investissement plus important des administrateurs dans leur fonction. Là encore l'écart-

type, nous indique une disparité très importante dans le nombre de réunions annuelles. Élément confirmé par l'analyse des minimums et des maximums : alors que certains conseils ne se réunissent que quatre ou cinq fois par an, d'autres organisent plus de quinze réunions annuelles. La diversité des conseils s'améliore chaque année avec de plus en plus d'administrateurs étrangers (plus de 40 %) nommés et surtout, de plus en plus de femmes administratrices. Cette dernière constatation n'est pas étonnante étant donné que la loi impose désormais aux sociétés d'augmenter la part des femmes administratrices à un tiers des membres totaux du conseil. Cette dernière n'est pas encore tout à fait respectée, fin 2015, seuls 25 pour cent des administrateurs sont des administratrices.

b) Échantillon du CAC 40 :

	Moyenne	Médiane	Mode	Écart-type	Minimum	Maximum
2013						
Taille du CA	13,48	14	14	2,71	8	19
Nb. Réunions/année	8,27	8	8	2,15	4	12
Assiduité	0,91	0,90	0,88	0,03	0,84	0,96
Taille du comité exécutif	11,67	11	10	4,43	4	24
% Admins indépendants	0,62	0,62	0,6	0,16	0,33	1
% Admins exécutifs	0,10	0,08	0	0,09	0	0,35
% Admins de l'état	0,02	0	0	0,06	0	0,27
% Femmes dans CA	0,30	0,31	0,33	0,09	0,08	0,50
% Étrangers dans CA	0,27	0,22	0,23	0,19	0	0,82
2014						
Taille du CA	13,88	14	15	2,83	8	20
Nb. Réunions/année	8,45	8	8	2,33	5	15
Assiduité	0,92	0,93	0,92	0,04	0,83	0,99
Taille du comité exécutif	12,48	12	14	5,12	4	27
% Admins indépendants	0,58	0,58	0,5	0,16	0,30	1
% Admins exécutifs	0,08	0,07	0,07	0,07	0	0,3
% Admins de l'état	0,03	0	0	0,07	0	0,24
% Femmes dans CA	0,32	0,33	0,33	0,09	0,08	0,54
% Étrangers dans CA	0,3	0,29	0,33	0,19	0	0,91
2015						
Taille du CA	13,85	14	12	2,73	9	19
Nb. Réunions/année	8,39	9	9	2,11	4	12
Assiduité	0,92	0,93	0,91	0	0,80	1
Taille du comité exécutif	12,82	12	12	4,77	4	24
% Admins indépendants	0,60	0,58	0,83	0,16	0,35	1
% Admins exécutifs	0,09	0,07	0	0,07	0	0,35
% Admins de l'état	0,03	0	0	0,06	0	0,21
% Femmes dans CA	0,35	0,35	0,33	0,10	0,17	0,58
% Étrangers dans CA	0,33	0,33	0,33	0,18	0	0,83

La moyenne des tailles des conseils d'administration français est plus élevée que celle du BEL 20. Ainsi, les conseils d'administration du CAC 40 comptent en moyenne 14 membres contre 12 seulement pour le BEL 20. Le nombre de réunions annuelles est stable d'une année à l'autre et est fort semblable aux chiffres belges. On constate ici encore une forte disparité

avec des conseils se réunissant seulement 4 fois par an alors que d'autres se réunissent plus de 12 fois. Les administrateurs français sont de nationalités moins variées que leurs homologues belges avec une moyenne de 33 pour cent en 2015, néanmoins en augmentation au fil des ans. Les administrateurs indépendants représentent une large part du conseil avec plus de 60 pour cent en moyenne sur les trois années analysées. Un pourcentage bien plus élevé qu'en Belgique où les indépendants ne représentent « que » 42 pour cent en moyenne des conseils. Sur ce point aussi la disparité est impressionnante. On peut ainsi rencontrer des conseils ne comptant que des membres indépendants alors que d'autres n'en comptent que 30 pour cent. Les administrateurs exécutifs ne représentent eux que plus ou moins 10 pour cent des membres des conseils.

c) Variables indicatrices :

		2013	2014	2015
France	Proportion d'entreprises avec CS	0,18	0,18	0,18
	Proportion d'entreprises avec PDG	0,67	0,61	0,64
Belgique	Proportion d'entreprises avec PDG	0,07	0,07	0,07

La structure duale n'est pas la plus populaire au sein du CAC 40. Seuls 18 pour cent des entreprises ont choisi celle-ci. À côté de cela, dans les sociétés qui ont choisi la structure moniste, plus de 60 pour cent des présidents des conseils sont également directeurs généraux. Ce choix n'est pas du tout plébiscité par les membres du BEL 20 où une seule société a retenu cette configuration. Cela est certainement dû au fait que le Code belge de gouvernance d'entreprise déconseille l'unicité des fonctions.

2. Analyse de l'effet des variables sur le ROA

a) BEL 20 :

Nombre d'observations :	42		
Nombre de groupes :	14		
R ² :	0,499 9		
ROA	Coefficients	t	P > t
Taille du conseil	0,034 863 1	0,44	0,657
Indépendance du conseil	-0,1003431	-0,96	0,338
Nb adm. exécutifs	0,134 810 6	0,76	0,445
Nb adm. de l'état	-0,0618999	-0,67	0,504
Femmes au sein du conseil	0,279 965 3	1,59	0,112
Unicité fonction PDG	0,041 475 3	1,09	0,277
Nb adm. étrangers	-0,0310049	-0,71	0,475
Fréquence des réunions	0,034 254 1	0,93	0,351
Assiduité	0,021 374 6	0,09	0,926
Taille du Comex	0,058 877 3	1,14	0,255
Nb. De comités	-0,0012117	-0,02	0,985
Chiffre d'affaires	0,015 138 6	1,45	0,148

L'application de la régression au ROA pour le BEL 20 nous donne une précision assez élevée étant donné que le R² se situe à 0,499 9, ce qui représente un score moyen plus élevé que pour certains de nos autres résultats. Les variables les plus significatives sont celles analysant l'apport des femmes au conseil d'administration, de la taille du comité exécutif et de l'unicité du rôle de président du conseil d'administration et de directeur général. La présence de femmes parmi les administrateurs semble ainsi avoir un effet clairement positif sur le ROA alors que l'unicité des fonctions de PDG et la taille du Comex n'ont qu'un effet limité sur l'évolution du ROA. Les coefficients des autres variables sont relativement neutres.

b) CAC 40 :

Nombre d'observations :	99		
Nombre de groupes :	33		
R ² :	0,339 8		
ROA	Coefficients	t	P > t
Taille du conseil	0,010 525 2	0,4	0,691
Indépendance du conseil	0,040 042 6	1,19	0,235
Nb adm. exécutifs	0,032 127 3	0,53	0,596
Nb adm. de l'état	-0,0873737	-1,16	0,245
Femmes au sein du conseil	0,056 402	1,27	0,202
Unicité fonction PDG	0,006 639 1	0,71	0,479
Nb adm. étrangers	-0,016711	-0,63	0,527
Fréquence des réunions	-0,02525	-1,93	0,054
Assiduité	0,000 043 6	0,22	0,827
Taille du Comex	0,021 862	2,22	0,027
Nb. De comités	-0,0036047	-0,16	0,875
Chiffre d'affaires	-0,0091543	-1,82	0,069

Notre échantillon du CAC 40 nous donne plus de résultats significatifs. Les variables indépendance du conseil, nombre d'administrateurs de l'état, fréquence des réunions et taille du comité exécutif semblent nous offrir plus de certitude. Leurs coefficients n'indiquent néanmoins pas d'effets nettement favorables au ROA. Comme pour notre échantillon belge, la nomination de femmes au conseil d'administration semble bénéfique à la performance financière. L'utilité des administrateurs nommés par l'état apparaît assez défavorable. Les coefficients des autres variables sont fort neutres. Ce modèle intégrant l'échantillon du CAC 40 malgré un R² de 33,9 pour cent ne semble pas trouver de véritables liens entre les variables de gouvernance interne et les résultats financiers.

c) Échantillons rassemblés :

Nombre d'observations :	141		
Nombre de groupes :	47		
R ² :	0,175		
ROA	Coefficients	t	P > t
Taille du conseil	0,009 766 6	0,33	0,741
Indépendance du conseil	-0,0102315	-0,33	0,741
Nb adm. exécutifs	-0,0528434	-0,83	0,408
Nb adm. de l'état	-0,030292	-0,37	0,711
Femmes au sein du conseil	0,051 849 4	0,98	0,329
Unicité fonction PDG	0,005 698 2	0,45	0,651
Nb adm. étrangers	-0,0009758	-0,04	0,968
Fréquence des réunions	-0,0346458	-2,07	0,038
Assiduité	0,000 060 4	0,53	0,598
Taille du Comex	0,024 878 3	2,27	0,023
Nb. De comités	-0,0027491	-0,12	0,903
Chiffre d'affaires	-0,0031705	-0,94	0,348

Ce test rassemblant les deux échantillons confirme les hypothèses relevées dans les deux précédents tests selon laquelle la présence de femmes administratrices bénéficie au niveau du ROA. Les bénéfices d'un grand comité exécutif, visibles dans les premiers résultats, se confirment ici, dans une moindre mesure. Le point le plus étonnant est très certainement celui concernant la fréquence des réunions. Le test laisse paraître que celle-ci est négativement reliée au ROA, ainsi, la multiplication des réunions du conseil d'administration n'influencerait pas la valeur du ROA. Ce modèle rassemblant les deux échantillons, avec un R² de seulement 17,5 pour cent, perd en crédibilité.

3. Analyse de l'effet des variables sur le Q de Tobin

a) BEL 20 :

Nombre d'observations :	42		
Nombre de groupes :	14		
R ² :	0,694 5		
Q de Tobin	Coefficients	t	P > t
Taille du conseil	-1,1 914	-2,59	0,01
Indépendance du conseil	-0,8216067	-1,45	0,147
Nb adm. exécutifs	0,588 151 3	0,5	0,619
Nb adm. de l'état	0,727 069 9	1,05	0,293
Femmes au sein du conseil	1,6 689	1,94	0,053
Unicité fonction PDG	-0,1744042	-1,02	0,31
Nb adm. étrangers	0,730 319 8	2,12	0,034
Fréquence des réunions	0,001 527 2	0,01	0,994
Assiduité	-0,5660326	-0,39	0,697
Taille du Comex	0,176 417 2	0,59	0,555
Nb. De comités	0,1330194	0,42	0,676
Chiffre d'affaires	-0,0038666	-0,06	0,954

L'utilisation du Q de Tobin comme valeur dépendante nous donne de bons résultats. En effet, notre test possède plusieurs variables significatives et dont les coefficients nous permettent une interprétation intéressante. La taille du conseil d'administration est la variable la plus significative. Elle nous permet de déterminer, par son coefficient que le ROA est négativement influencé par la taille des conseils d'administration, l'ajout d'un ou de plusieurs membres supplémentaires au conseil ne serait ainsi pas bénéfique aux entreprises composant le BEL 20. Les administrateurs étrangers et les femmes semblent apporter un plus aux entreprises pour lesquels ils ou elles sont membres du conseil. L'accueil au sein du conseil de membres non belges ou de femmes permet ainsi une augmentation du ROA. Contrairement à notre hypothèse de départ, l'apport des administrateurs indépendants n'apparaît pas être bénéfique à la performance financière. Enfin le coefficient associé aux administrateurs nommés par l'état est positif et indique donc que ceux-ci ont une influence positive sur la variable dépendante. Il convient néanmoins d'être prudent avec ce dernier point, étant donné que parmi les entreprises composant notre échantillon, Proximus est la seule à accueillir des membres mandatés par l'état à l'intérieur de son conseil. Ce résultat concernant ce type d'administrateurs est donc à prendre avec des pincettes. Ce test est le plus significatif de tous ceux que nous avons réalisés avec un R² proche de 70 pour cent.

b) CAC 40 :

Nombre d'observations :	99		
Nombre de groupes :	33		
R ² :	0,239 6		
Q de Tobin	Coefficients	t	P > t
Taille du conseil	0,322 525 6	1,49	0,137
Indépendance du conseil	0,092 154 6	0,36	0,722
Nb adm. exécutifs	-0,1806249	-0,42	0,673
Nb adm. de l'état	-0,7520322	-1,16	0,246
Femmes au sein du conseil	0,420 905 6	1,29	0,197
Unicité fonction PDG	0,033 078 5	0,45	0,651
Nb adm. étrangers	0,230 206 3	1,08	0,281
Fréquence des réunions	-0,0232073	-0,27	0,787
Assiduité	-0,0000138	-0,01	0,99
Taille du Comex	0,096 321 2	1,27	0,204
Nb de comités	-0,1127124	-0,43	0,664
Chiffre d'affaires	-0,1776841	-2,75	0,006

Contrairement à l'échantillon belge, la taille du conseil d'administration est dans ce cas positivement associée au Q de Tobin. Un conseil comptant plus de membres pourrait donc permettre d'augmenter cette valeur. L'autre différence notable est l'apport des administrateurs nommés par l'état qui n'apparaît pas être positif pour les sociétés du CAC 40. Cet élément est néanmoins plus significatif que dans le cas de la Belgique, notre échantillon français comptant plus de sociétés dans lesquelles l'état possède des participations et est représenté au conseil d'administration. Des analogies avec l'échantillon du BEL 20 apparaissent aussi comme par exemple l'apport des femmes et des administrateurs de nationalité étrangère au conseil d'administration. Nous pouvons également souligner que la taille du comité exécutif n'a pas d'influence sur le Q de Tobin. Avec un R² d'un peu plus de 20 pour cent, ce modèle n'est pas aussi fiable que celui concernant la Belgique.

c) Échantillons rassemblés :

Nombre d'observations :	141
-------------------------	-----

Nombre de groupes :	47		
R ² :	0,415 4		
Q de Tobin	Coefficients	t	P > t
Taille du conseil	-0,1510972	-0,51	0,611
Indépendance du conseil	0,284 805 5	1,46	0,144
Nb adm. exécutifs	-0,1226561	-0,4	0,689
Nb adm. de l'état	-0,7820407	-2,08	0,038
Femmes au sein du conseil	0,827 446 1	1,87	0,062
Unicité fonction PDG	0,060 662 1	0,77	0,44
Nb adm. étrangers	0,122 873 3	0,53	0,593
Fréquence des réunions	0,035 134 6	0,4	0,69
Assiduité	0,000 367 4	0,59	0,557
Taille du Comex	0,140 998 1	1,6	0,11
Nb. De comités	0,0578132	0,36	0,72
Chiffre d'affaires	0,035 396 2	0,76	0,449

L'échantillon complet tend à confirmer certaines des hypothèses mises en exergue dans l'analyse des échantillons séparés. Tout d'abord, l'apport des administrateurs d'état, fortement influencé par l'échantillon français qui compte bien plus d'entreprises concernées que la Belgique, exprime le même rapport négatif entre la présence d'administrateurs d'état et le Q de Tobin. Une différence notable est l'apport des administrateurs indépendants qui est ici significativement positif pour la performance. De plus, la présence des femmes au sein du conseil d'administration a un effet tangible sur la performance de l'entreprise. Quant à la taille du comité exécutif, elle ne semble pas influencer le montant du Q de Tobin. Ce modèle est fiable à un peu plus de 40 pour cent.

4. Analyse des matrices de corrélations

a) Échantillon du BEL 20 :

	PDG	TailleC A	IndC A	ExeC A	EtatC A	FemC A	EtrC A	Réun .	Assid .	TailleC E	Comité s	ROA	Tobin Q
PDG	1												
TailleC A	- 0,383	1											
IndCA	- 0,154	-0,082	1										
ExeCA	0,290	-0,199	-0,133	1									
EtatCA	- 0,077	0,211	0,130	-0,116	1								
FemCA	- 0,072	0,219	0,584	-0,290	0,490	1							
EtrCA	- 0,118	-0,222	0,151	-0,355	-0,346	-0,125	1						
Réunion s	- 0,114	-0,276	0,189	-0,196	-0,038	-0,050	0,495	1					
Assiduité	0,231	-0,256	0,205	-0,009	-0,131	0,057	-0,103	- 0,229	1				
TailleC E	0,128	-0,012	-0,571	-0,324	0,036	-0,343	0,142	- 0,137	0,230	1			
Comités	- 0,326	0,551	0,010	-0,554	0,127	0,057	0,089	0,136	0,082	0,169	1		
ROA	0,209	0,272	-0,255	-0,167	0,196	0,028	-0,170	- 0,258	- 0,048	0,457	0,161	1	
TobinQ	0,186	-0,549	0,005	-0,101	0,121	0,045	0,434	0,348	- 0,211	0,379	-0,205	- 0,092	1

La matrice de corrélation pour l'échantillon belge révèle des relations positives entre le ROA et les variables suivantes. Ainsi, au niveau de l'unicité des fonctions de présidents et de directeur général a un effet positif sur le résultat. Cet élément n'est, cependant, pas réellement significatif, car seule une entreprise de l'échantillon fonctionne avec un PDG. La taille du conseil d'administration est positivement corrélée avec le ROA. Les entreprises avec plus de membres dans leur conseil d'administration seraient celles avec les meilleures performances à ce niveau. De manière étonnante, l'indépendance des membres semble impacter négativement le ROA. La diversité du conseil (présence de femmes et d'administrateurs de nationalité étrangère) et la présence d'administrateurs indépendants pas d'impact sur la rentabilité des actifs. Les conseils se rencontrant le plus fréquemment ont une incidence positive sur le ROA alors que l'assiduité des administrateurs a un effet neutre.

Concernant le ratio Q de Tobin, la plupart des résultats de l'analyse de corrélation vont dans le même sens que ceux obtenus pour la rentabilité des actifs. Toutefois, la taille du conseil d'administration, élément positif au ROA est ici très négativement corrélé avec le Q de Tobin. Les sociétés au conseil les plus grandes auraient les moins bons résultats à ce niveau.

L'indépendance du conseil qui était négative lorsque nous regardions le ROA est ici neutre, ce qui va plus dans le sens de nos hypothèses. Mais encore, l'assiduité des administrateurs aux réunions du conseil se trouve ici récompensée étant donné la corrélation positive entre cette variable et le Q de Tobin.

b) Échantillon du CAC 40 :

	PDG	TailleC A	IndC A	ExeC A	EtatC A	FemC A	EtrC A	Réun.	Assid .	TailleC E	Comité s	ROA	Tobin Q
PDG	1												
TailleC A	0,309	1											
IndCA	-0,277	-0,494	1										
ExeCA	0,487	0,243	0,340	1									
EtatCA	0,125	0,369	0,371	0,131	1								
FemCA	-0,116	-0,126	0,179	0,166	0,099	1							
EtrCA	-0,073	-0,349	0,547	0,106	-0,252	-0,267	1						
Réunion s	-0,108	0,157	0,149	0,195	0,363	0,187	0,259	1					
Assiduit é	-0,249	-0,209	0,100	0,073	-0,172	0,066	0,235	0,194	1				
TailleC E	0,047	0,143	0,274	0,185	0,269	0,069	0,121	0,008	0,084	1			
Comités	0,027	0,134	0,139	0,058	-0,048	0,225	0,199	0,222	0,011	0,067	1		
ROA	-0,042	-0,119	0,116	0,059	-0,307	0,056	0,070	0,360	0,079	0,196	0,018	1	
TobinQ	0,076	-0,089	0,105	0,165	-0,205	0,042	0,048	0,355	0,128	0,428	0,010	0,686	1

L'analyse de la matrice de corrélation de l'échantillon du CAC 40 révèle moins de résultats significatifs que celle de l'échantillon belge. Peu de variables sont suffisamment corrélées avec les résultats financiers pour pouvoir se prononcer assurément sur les avantages ou les inconvénients de certaines relations. Néanmoins, nous pouvons relever que l'indépendance du conseil semble être une bonne chose puisque les conseils comptant le plus de membres indépendants sont ceux obtenant les meilleures performances financières. Les entreprises dans lesquelles l'état détient des participations et nomme des administrateurs n'en retirent pas de réel avantage au vu de la corrélation significativement négative avec le ROA ou le Q de Tobin. Une haute fréquence des réunions du conseil apporte un plus aux entreprises, cette variable étant bien corrélée avec les variables de performance.

Conclusion générale

Notre question de recherche consistait à étudier les relations qui peuvent exister entre les caractéristiques des conseils d'administration et la performance des entreprises. Pour cela, nous nous sommes basés sur la littérature scientifique et les codes de bonne gouvernance belge et français afin de dégager les variables qu'il pourrait être intéressant d'étudier. Effectivement, nous nous sommes basés sur deux principaux échantillons : BEL20 et CAC40. Les variables que nous avons sélectionnées sont celles de la taille du conseil d'administration et du comité exécutif, des proportions d'administrateurs indépendants, d'administrateurs exécutifs, d'administrateurs nommés par l'Etat, de femmes et d'administrateurs de nationalité étrangère au sein du conseil d'administration. Nous avons aussi retenu des variables relatives à l'activité du conseil d'administration sous la forme du nombre de réunions annuelles et de l'assiduité des membres du conseil à ses réunions. Après avoir décrit nos variables à l'aide de statistiques descriptives, nous les avons confrontés aux ratios financiers ROA et Q de Tobin dans des modèles de régression linéaire à l'aide du logiciel Stata et dans une analyse des matrices de corrélation.

Les résultats que nous avons obtenus laissent apparaître certaines tendances nous autorisant à penser que certains attributs des conseils d'administration apportent un réel avantage en ce qui concerne la performance financière. Ainsi, la présence de femme au sein du conseil d'administration est positivement associée au ROA et au Q de Tobin dans toutes les régressions linéaires. Les administrateurs de nationalité étrangère semblent aussi impacter positivement les performances des entreprises. Ces deux tendances répondent à l'augmentation de ces populations dans les conseils d'administration. En effet, les statistiques descriptives de nos échantillons ont mis en exergue une augmentation de ces individus à l'intérieur du conseil. Cette augmentation est due au contexte légal pour les pays analysés. En effet, les législateurs belge et français ont fait évoluer la loi dans le but d'imposer une proportion minimale d'administratrices dans les conseils ce qui, au vu de nos résultats, semble avoir été une bonne idée. Les résultats ont également mis en avant l'apport négatif des administrateurs nommés par l'État pour la performance des entreprises concernées. Néanmoins, très peu d'entreprises de notre échantillon étaient concernées par cet élément ce qui nous amène à prendre des précautions dans l'analyse de ce résultat.

L'impression générale est cependant mitigée. Plusieurs attributs qui, dans nos hypothèses basées sur la littérature scientifique et dans nos a priori, faisaient figure de bonnes pratiques ne sont pas apparus comme véritablement bénéfiques à la performance des entreprises de l'échantillon. La présence d'administrateurs indépendants ou l'assiduité des membres du conseil d'administration ont tantôt montré des effets non significatifs, tantôt négatifs alors qu'ils sont mis en avant par les études et par les codes belges et français de bonne gouvernance.

La relative neutralité de nos résultats nous pousse à nous remettre en question et à dégager des pistes d'amélioration qui pourraient être exploitées pour de futures analyses similaires. Ainsi, la régression linéaire, fonctionnant sur l'analyse du poids des variations de variables indépendantes (qui sont représentées dans notre étude par les caractéristiques des conseils d'administration) exercées sur l'évolution d'une variable dépendante (la performance financière dans notre cas), il eut peut-être été utile de ne pas se concentrer sur trois années consécutives, mais plutôt de sélectionner des données relatives à des périodes plus éloignées les unes des autres dans le temps. Ainsi, au lieu de sélectionner les périodes 2013, 2014 et 2015, nous aurions pu choisir les périodes 2011, 2013 et 2015. Les deux années s'écoulant entre chacune de celles-ci auraient augmenté nos chances de voir survenir des changements qui pourraient s'avérer plus significatifs à une étude statistique.

Il pourrait également être intéressant d'intégrer plus de variables à l'analyse. Ainsi, la fréquence des réunions des comités du conseil et l'assiduité de leurs membres, l'âge des administrateurs ou encore le nombre de mandats exercés par chacun d'entre eux, font figure de candidats potentiellement enrichissants au développement que nous avons mené. Le principal souci de ces variables est le fait qu'elles ne soient pas toutes disponibles dans les rapports annuels des entreprises. Les documents de référence français sont bien plus fournis en informations sur les administrateurs que ne le sont les rapports annuels belges. Même si certaines entreprises du BEL 20 publient toutes les informations utiles à cette réflexion future, la grande majorité se « contente » des informations requises par la loi ou par le Code belge de gouvernance d'entreprise.

ANNEXES

Données échantillon du BEL 20 (2013, 2014 et 2015) :

N°	PDG	TailleCA	IndCA	ExeCA	EtatCA
1	0	2,397895273	0,272727273	0	0
2	0	2,079441542	0,375	0,125	0
3	0	2,63905733	0,214285714	0,071428571	0
4	0	2,48490665	0,416666667	0,333333333	0
5	1	2,197224577	0,222222222	0,222222222	0
6	0	2,397895273	0,636363636	0,090909091	0
7	0	2,63905733	0,5	0	0
8	0	2,079441542	0,625	0,125	0
9	0	2,890371758	0,277777778	0,166666667	0
10	0	2,63905733	0,5	0,071428571	0,5
11	0	2,708050201	0,6	0,133333333	0
12	0	2,564949357	0,384615385	0,076923077	0
13	0	2,48490665	0,583333333	0,083333333	0
14	0	2,302585093	0,5	0,1	0
1	0	2,397895273	0,272727273	0	0
2	0	2,197224577	0,333333333	0,111111111	0
3	0	2,63905733	0,214285714	0,071428571	0
4	0	2,48490665	0,583333333	0,333333333	0
5	0	2,197224577	0,222222222	0,222222222	0
6	0	2,397895273	0,727272727	0	0
7	0	2,63905733	0,5	0	0
8	1	1,945910149	0,571428571	0,142857143	0
9	0	2,833213344	0,235294118	0,176470588	0
10	0	2,63905733	0,5	0,071428571	0,5
11	0	2,708050201	0,6	0,066666667	0
12	0	2,397895273	0,272727273	0,090909091	0
13	0	2,48490665	0,5	0,083333333	0
14	0	2,302585093	0,4	0,1	0
1	0	2,63905733	0,214285714	0	0
2	0	2,197224577	0,333333333	0,111111111	0
3	0	2,63905733	0,285714286	0,071428571	0
4	0	2,564949357	0,461538462	0,307692308	0
5	1	2,197224577	0,222222222	0,222222222	0
6	0	2,397895273	0,727272727	0	0
7	0	2,564949357	0,461538462	0	0
8	0	1,791759469	0,5	0,166666667	0
9	0	2,890371758	0,222222222	0,111111111	0
10	0	2,63905733	0,5	0,071428571	0,5
11	0	2,708050201	0,666666667	0,066666667	0
12	0	2,302585093	0,2	0,1	0
13	0	2,48490665	0,5	0,083333333	0
14	0	2,197224577	0,555555556	0,111111111	0

FemCA	EtrCA	Réunions	Assiduité
0	0,636363636	2,772588722	0,96
0	0,25	2,197224577	0,987
0,071428571	0,357142857	1,945910149	0,938
0,083333333	0	2,302585093	0,9
0,111111111	0	1,791759469	1
0,181818182	0,545454545	2,302585093	0,933
0,357142857	0,071428571	1,945910149	0,948
0,25	0,625	2,708050201	0,97
0,055555556	0,5	2,079441542	0,875
0,357142857	0,071428571	2,079441542	0,93
0,133333333	0,4	1,945910149	0,95
0,153846154	0,692307692	2,197224577	0,736
0,25	0,5	1,945910149	0,975
0,2	0,6	1,609437912	0,99
0	0,636363636	2,48490665	0,94
0,111111111	0,222222222	2,197224577	0,975
0,071428571	0,285714286	1,945910149	0,876
0,166666667	0,083333333	2,302585093	0,9
0,111111111	0	1,386294361	1
0,272727273	0,636363636	2,197224577	0,969
0,357142857	0,071428571	1,945910149	0,908
0,285714286	0,857142857	2,772588722	0,97
0,176470588	0,470588235	1,791759469	0,963
0,357142857	0,071428571	2,079441542	0,9
0,2	0,4	1,791759469	0,98
0,090909091	0,636363636	2,48490665	0,756
0,25	0,5	1,945910149	0,988
0,2	0,6	1,945910149	0,967
0,142857143	0,714285714	2,564949357	0,96
0,111111111	0,222222222	2,079441542	0,986
0,142857143	0,428571429	2,302585093	0,95
0,230769231	0,076923077	2,079441542	0,9
0,111111111	0	1,386294361	1
0,363636364	0,545454545	2,564949357	0,965
0,384615385	0,076923077	2,197224577	0,957
0,166666667	0,833333333	2,944438979	0,98
0,277777778	0,388888889	1,791759469	0,9667
0,5	0,071428571	2,079441542	0,9
0,333333333	0,6	2,302585093	0,979
0,2	0,7	2,397895273	0,768
0,333333333	0,583333333	1,945910149	0,969
0,222222222	0,666666667	1,609437912	0,97

TailleComex	Comités	ROA	Q de Tobin
2,63905733	1,386294361	0,116597713	0,588669584
1,791759469	1,098612289	0,031531123	-0,025170863
1,945910149	1,098612289	0,010678894	0,050275175
1,386294361	0,693147181	0,016864647	-0,050341607
2,302585093	0,693147181	0,093986781	0,813083365
1,945910149	0,693147181	0,015697775	0,018738292
1,791759469	1,098612289	0,031643177	-0,007588524
1,609437912	1,098612289	-0,028183716	0,717381416
1,945910149	1,098612289	0,038227211	-0,737965856
1,945910149	1,098612289	0,077462279	0,383499754
1,791759469	1,386294361	0,016951898	0,095388703
2,397895273	1,098612289	0,034219191	1,080177493
2,079441542	1,098612289	0,014856557	0,645191709
1,945910149	0,693147181	0,052615096	0,50441042
2,708050201	1,386294361	0,079284048	0,774662565
1,791759469	1,098612289	0,028605587	0,011763719
2,197224577	1,098612289	0,022134068	-0,025436376
1,386294361	0,693147181	-0,01408974	0,091301011
2,397895273	0,693147181	0,090407517	0,717805151
1,609437912	0,693147181	0,007421456	0,218717178
1,609437912	1,098612289	0,029436546	0,031361907
1,609437912	0,693147181	0,122735675	1,029619417
1,609437912	1,098612289	0,050450093	-0,125879688
1,945910149	1,098612289	0,079910819	0,662749667
1,791759469	1,386294361	0,000726501	0,220022558
2,397895273	0,693147181	0,032061248	1,14653931
2,079441542	1,098612289	0,019609775	0,603381809
1,945910149	0,693147181	0,046242925	0,496547512
2,302585093	1,386294361	0,073286697	0,684193423
1,945910149	0,693147181	0,035689219	0,025406966
2,079441542	1,098612289	0,027286079	0,104564033
1,386294361	0,693147181	0,031765568	0,083775378
2,397895273	0,693147181	0,009113754	0,104814487
1,609437912	1,098612289	0,028161449	0,224254046
1,791759469	1,098612289	0,03272473	0,059875737
1,386294361	0,693147181	-0,267570621	1,38826981
1,791759469	1,098612289	0,051745599	-0,189087642
2,079441542	1,098612289	0,060243873	0,595829675
1,609437912	1,386294361	0,017924119	-0,020433171
2,48490665	0,693147181	0,0488259	1,029946881
2,302585093	1,098612289	0,061518802	0,537349167
1,945910149	0,693147181	0,043969132	0,532673983

Données échantillon du CAC 40 :

2013 :

N°	PDG	TailleCA	IndCA	ExeCA	EtatCA	FemCA
15	1	2,30258509	0,6	0,1	0	0,4
16	1	2,39789527	0,81818182	0,18181818	0	0,27272727
17	0	2,48490665	0,83333333	0,08333333	0	0,08333333
18	1	2,39789527	0,72727273	0,09090909	0	0,18181818
19	1	2,89037176	0,33333333	0,33333333	0	0,33333333
20	1	2,48490665	0,66666667	0,16666667	0	0,25
21	1	2,63905733	0,64285714	0,07142857	0	0,21428571
22	1	2,56494936	0,61538462	0,23076923	0	0,23076923
23	1	2,89037176	0,44444444	0,11111111	0,22222	0,33333333
24	1	2,7080502	0,6	0,26666667	0	0,26666667
25	0	2,7080502	0,6	0	0	0,33333333
26	1	2,39789527	0,45454545	0,18181818	0	0,36363636
27	0	2,19722458	0,44444444	0	0	0,33333333
28	1	2,63905733	0,5	0,07142857	0	0,28571429
29	1	2,30258509	0,7	0,1	0	0,4
30	1	2,83321334	0,35294118	0,35294118	0	0,17647059
31	0	2,07944154	0,875	0	0	0,375
32	1	2,7080502	0,46666667	0,06666667	0,13333	0,33333333
33	0	2,63905733	0,5	0,14285714	0	0,28571429
34	0	2,63905733	0,57142857	0	0	0,5
35	1	2,94443898	0,52631579	0,05263158	0,10526	0,21052632
36	1	2,7080502	0,46666667	0,06666667	0,26667	0,33333333
37	1	2,77258872	0,5	0,125	0	0,375
38	0	2,77258872	0,6875	0,0625	0	0,25
39	1	2,63905733	0,78571429	0,07142857	0	0,21428571
40	0	2,56494936	0,46153846	0,07692308	0	0,38461538
41	1	2,39789527	0,72727273	0,09090909	0	0,45454545
42	1	2,7080502	0,8	0,06666667	0	0,33333333
43	0	2,30258509	1	0	0	0,2
44	0	2,48490665	0,75	0,08333333	0	0,25
45	1	2,77258872	0,8125	0,0625	0	0,1875
46	1	2,56494936	0,69230769	0,07692308	0	0,30769231
47	0	2,63905733	0,64285714	0	0	0,35714286

N°	EtrCA	Réunions	Assiduité	TailleComex	Comités	ROA	Q de Tobin
15	0,2	2,19722458	0,88	2,30258509	1,09861229	0,01956304	1,80709696
16	0,45454545	1,60943791	0,95	2,63905733	1,09861229	0,06792298	1,74982267
17	0,66666667	2,48490665	0,9	2,56494936	1,09861229	0,01631699	1,32399694
18	0,81818182	1,60943791	0,96	2,07944154	1,09861229	-0,0229276	0,76266332
19	0	2,07944154	0,88	2,30258509	1,38629436	-0,0189683	1,02520532
20	0,25	1,79175947	0,91	2,89037176	1,38629436	0,04274764	1,44209906
21	0	2,07944154	0,89	1,79175947	1,09861229	0,03134623	1,24801213
22	0,23076923	1,94591015	0,89	2,30258509	1,09861229	0,0501164	1,59725491
23	0,22222222	2,30258509	0,84	2,94443898	1,38629436	-0,0563322	0,93764333
24	0,2	2,07944154	0,958	3,17805383	1,60943791	0,08525802	2,48581233
25	0,13333333	2,48490665	0,91	2,56494936	1,09861229	-0,0372632	0,93932468
26	0,18181818	2,39789527	0,89	2,30258509	1,60943791	0,00183247	1,33855454
27	0,11111111	2,30258509	0,933	2,30258509	1,38629436	0,01134867	1,25360548
28	0,21428571	1,60943791	0,91	2,7080502	1,38629436	0,09591672	2,56866949
29	0,4	1,79175947	0,87	2,48490665	1,09861229	0,07869728	2,17919015
30	0,35294118	1,38629436	0,91	2,77258872	0,69314718	0,07026132	1,6803813
31	0,125	1,60943791	0,9	2,39789527	1,09861229	0,05449183	1,36166232
32	0,13333333	2,39789527	0,94	2,39789527	1,09861229	0,02485058	1,04764718
33	0,28571429	2,30258509	0,94	2,77258872	1,09861229	0,0432509	1,47078839
34	0,21428571	2,19722458	0,94	2,56494936	1,38629436	0,04728229	1,48288136
35	0,21052632	2,07944154	0,88	2,30258509	1,60943791	0,00926766	0,94796378
36	0,13333333	2,30258509	0,88	2,83321334	1,09861229	0,05970968	1,63372858
37	0,1875	2,19722458	0,9	1,38629436	1,09861229	0,01385509	1,10621945
38	0,4375	2,07944154	0,95	2,48490665	1,38629436	0,04033106	1,43606892
39	0,35714286	2,19722458	0,92	2,7080502	1,38629436	0,05314734	1,53077994
40	0,23076923	2,07944154	0,904	1,94591015	1,38629436	0,03664049	1,64076453
41	0,45454545	2,19722458	0,9	2,07944154	1,38629436	0,04475081	1,29621895
42	0,26666667	2,19722458	0,88	1,79175947	1,38629436	0,04816008	1,00636895
43	0,7	1,94591015	0,91	1,79175947	1,09861229	0,04768972	1,06536815
44	0,25	1,79175947	0,958	2,56494936	1,09861229	0,05275023	1,48483995
45	0,125	2,30258509	0,86	2,39789527	1,09861229	-0,0012594	0,94193468
46	0,23076923	2,07944154	0,95	2,56494936	1,38629436	0,03243706	1,22339083
47	0,07142857	2,39789527	0,85	1,38629436	1,38629436	0,04209028	1,1854575

2014 :

N°	PDG	TailleCA	IndCA	ExeCA	EtatCA	FemCA
15	1	2,48490665	0,5	0,08333333	0	0,41666667
16	1	2,56494936	0,76923077	0,15384615	0	0,30769231
17	0	2,48490665	0,83333333	0,08333333	0	0,08333333
18	1	2,39789527	0,63636364	0,09090909	0	0,18181818
19	1	2,99573227	0,3	0,3	0	0,35
20	1	2,48490665	0,58333333	0,16666667	0	0,33333333
21	1	2,63905733	0,64285714	0,07142857	0	0,21428571
22	0	2,7080502	0,66666667	0,06666667	0	0,4
23	1	2,83321334	0,41176471	0,11764706	0,23529	0,41176471
24	1	2,7080502	0,46666667	0,06666667	0	0,2
25	0	2,63905733	0,42857143	0	0,21429	0,42857143
26	1	2,39789527	0,36363636	0,18181818	0	0,36363636
27	0	2,30258509	0,5	0	0	0,3
28	1	2,7080502	0,46666667	0,06666667	0	0,4
29	1	2,30258509	0,7	0,1	0	0,4
30	1	2,83321334	0,52941176	0,23529412	0	0,23529412
31	0	2,07944154	0,75	0	0	0,375
32	1	2,7080502	0,46666667	0,06666667	0,2	0,26666667
33	0	2,77258872	0,4375	0,125	0	0,25
34	0	2,56494936	0,61538462	0	0	0,53846154
35	1	2,94443898	0,52631579	0,05263158	0,10526	0,21052632
36	1	2,83321334	0,41176471	0,05882353	0,23529	0,29411765
37	1	2,89037176	0,44444444	0,05555556	0	0,33333333
38	0	2,7080502	0,73333333	0,06666667	0	0,33333333
39	1	2,7080502	0,66666667	0,06666667	0	0,33333333
40	0	2,48490665	0,41666667	0,08333333	0	0,41666667
41	1	2,48490665	0,75	0,08333333	0	0,41666667
42	0	2,63905733	0,5	0	0	0,35714286
43	0	2,19722458	1	0	0	0,22222222
44	0	2,48490665	0,75	0,08333333	0	0,25
45	1	2,77258872	0,6875	0,0625	0	0,1875
46	1	2,7080502	0,6	0,06666667	0	0,33333333
47	0	2,63905733	0,71428571	0	0	0,35714286

N°	EtrCA	Réunions	Assiduité	TailleComex	Comités	ROA	Q de Tobin
15	0,16666667	2,30258509	0,92	2,56494936	1,09861229	0,02741604	1,90179347
16	0,53846154	1,79175947	0,93	2,63905733	1,09861229	0,06453906	2,12426613
17	0,66666667	1,94591015	0,88	2,63905733	1,09861229	0,02438035	1,37992446
18	0,90909091	1,60943791	0,95	1,60943791	1,09861229	-0,009821	0,740352
19	0	2,48490665	0,91	2,30258509	1,38629436	0,03051509	1,07797694
20	0,16666667	1,94591015	0,92	2,89037176	1,38629436	0,05000436	1,5576141
21	0,07142857	2,07944154	0,85	1,79175947	1,09861229	0,02985433	1,26790059
22	0,33333333	1,79175947	0,95	2,48490665	1,38629436	0,0394683	1,8146061
23	0,17647059	2,48490665	0,83	2,99573227	1,38629436	0,01878962	0,94297174
24	0,26666667	1,79175947	0,97	3,29583687	1,60943791	0,09138938	2,61841691
25	0,28571429	2,30258509	0,95	2,94443898	1,09861229	-0,0090668	1,01183918
26	0,27272727	2,07944154	0,93	2,30258509	1,60943791	0,02362184	1,48502402
27	0,3	2,39789527	0,8485	2,30258509	1,38629436	0,07863878	1,90627767
28	0,33333333	1,94591015	0,94	2,77258872	1,38629436	0,15311241	3,33085144
29	0,4	1,79175947	0,88	2,48490665	1,09861229	0,07474527	2,23914841
30	0,35294118	1,60943791	0,88	2,56494936	0,69314718	0,11440726	1,92792249
31	0,125	1,79175947	0,97	2,56494936	1,09861229	0,04596523	1,26780651
32	0,13333333	2,7080502	0,93	2,48490665	1,09861229	0,01385684	1,12291186
33	0,3125	2,07944154	0,98	2,63905733	1,09861229	0,03718859	1,44490513
34	0,15384615	2,39789527	0,96	3,04452244	1,38629436	0,03558615	1,47533211
35	0,26315789	1,94591015	0,86	2,39789527	1,60943791	0,02450001	1,00148128
36	0,11764706	2,39789527	0,91	2,83321334	1,09861229	-0,0026021	1,79574102
37	0,16666667	1,94591015	0,92	1,38629436	1,09861229	0,02223016	1,09441121
38	0,33333333	2,39789527	0,92	2,48490665	1,38629436	0,04629744	1,62267743
39	0,46666667	2,07944154	0,94	2,7080502	1,38629436	0,05007532	1,51127606
40	0,33333333	1,94591015	0,964	2,63905733	1,38629436	0,03515679	1,61183174
41	0,5	2,30258509	0,96	1,79175947	1,38629436	0,03296621	1,1720592
42	0,28571429	2,30258509	0,92	1,79175947	1,38629436	0,0184945	1,01765159
43	0,66666667	2,07944154	0,97	1,79175947	1,09861229	0,05633367	1,2297991
44	0,25	2,07944154	0,99	2,63905733	1,09861229	0,05918754	1,74244935
45	0,1875	2,07944154	0,87	2,39789527	1,38629436	0,00937666	1,00170197
46	0,33333333	2,07944154	0,95	2,48490665	1,38629436	0,0399175	1,21881009
47	0,07142857	2,30258509	0,92	1,60943791	1,60943791	0,13422687	1,1817701

2015 :

N°	PDG	TailleCA	IndCA	ExeCA	EtatCA	FemCA
15	1	2,48490665	0,5	0,16666667	0	0,41666667
16	1	2,39789527	0,72727273	0,18181818	0	0,45454545
17	0	2,48490665	0,83333333	0,08333333	0	0,16666667
18	1	2,48490665	0,83333333	0,08333333	0	0,25
19	1	2,83321334	0,35294118	0,35294118	0	0,35294118
20	1	2,48490665	0,58333333	0,16666667	0	0,33333333
21	1	2,77258872	0,5625	0,0625	0	0,25
22	0	2,7080502	0,66666667	0,13333333	0	0,46666667
23	1	2,94443898	0,42105263	0,05263158	0,21053	0,57894737
24	1	2,77258872	0,5	0,125	0	0,1875
25	0	2,63905733	0,42857143	0	0,14286	0,42857143
26	1	2,30258509	0,4	0,2	0	0,3
27	0	2,30258509	0,6	0	0	0,3
28	1	2,7080502	0,46666667	0,06666667	0	0,4
29	1	2,30258509	0,7	0,1	0	0,4
30	1	2,83321334	0,41176471	0,11764706	0	0,23529412
31	0	2,19722458	0,77777778	0	0	0,44444444
32	1	2,7080502	0,46666667	0,06666667	0,2	0,33333333
33	1	2,63905733	0,42857143	0,07142857	0	0,21428571
34	0	2,39789527	0,54545455	0	0	0,54545455
35	1	2,94443898	0,52631579	0,10526316	0,10526	0,26315789
36	0	2,83321334	0,41176471	0,05882353	0,17647	0,23529412
37	1	2,83321334	0,41176471	0,05882353	0	0,35294118
38	0	2,63905733	0,78571429	0,07142857	0	0,35714286
39	1	2,77258872	0,6875	0,0625	0	0,3125
40	0	2,63905733	0,42857143	0,07142857	0	0,35714286
41	1	2,48490665	0,75	0,08333333	0	0,41666667
42	1	2,48490665	0,58333333	0,08333333	0	0,33333333
43	0	2,39789527	1	0	0	0,36363636
44	0	2,48490665	0,83333333	0,08333333	0	0,33333333
45	1	2,83321334	0,70588235	0,05882353	0	0,29411765
46	1	2,7080502	0,6	0,06666667	0	0,4
47	0	2,63905733	0,71428571	0	0	0,42857143

N°	EtrCA	Réunions	Assiduité	TailleComex	Comités	ROA	Q de Tobin
15	0,16666667	2,19722458	0,87	2,56494936	1,09861229	0,03026918	1,5391824
16	0,45454545	1,94591015	0,977	2,63905733	1,09861229	0,06353183	1,71432273
17	0,66666667	2,19722458	0,91	2,7080502	1,09861229	0,0252716	1,38944704
18	0,83333333	1,94591015	0,99	1,38629436	1,09861229	-0,1096091	0,7288442
19	0	2,19722458	0,94	2,30258509	1,38629436	0,01418649	1,07902172
20	0,33333333	2,30258509	0,91	3,09104245	1,38629436	0,06820282	1,38302015
21	0,125	2,07944154	0,8	1,79175947	1,09861229	0,02490298	1,18213549
22	0,33333333	1,60943791	0,92	2,48490665	1,38629436	0,04270604	1,78578809
23	0,21052632	2,48490665	0,89	3,04452244	1,38629436	-0,0318254	0,90638499
24	0,1875	1,60943791	0,967	3,17805383	1,60943791	0,06791413	2,41711636
25	0,28571429	1,79175947	0,93	2,77258872	1,09861229	0,02447567	0,99410303
26	0,3	2,07944154	0,92	2,48490665	1,60943791	0,03023798	1,35617673
27	0,4	2,30258509	0,939	2,30258509	1,38629436	-0,0239052	1,29374433
28	0,26666667	1,79175947	0,96	2,77258872	1,38629436	0,09784553	2,87790741
29	0,4	1,79175947	0,87	2,30258509	1,09861229	0,07064696	1,98384847
30	0,35294118	1,38629436	0,94	2,48490665	0,69314718	0,0694606	1,87411503
31	0,33333333	2,07944154	1	2,48490665	1,09861229	0,04888461	1,26001339
32	0,13333333	2,48490665	0,93	2,48490665	1,09861229	0,03235262	1,0817281
33	0,35714286	2,19722458	0,975	2,7080502	1,09861229	0,02894927	1,3410027
34	0,27272727	2,07944154	0,91	2,99573227	1,38629436	0,0358013	1,27751317
35	0,26315789	2,07944154	0,95	2,48490665	1,60943791	0,03266928	0,962512
36	0,05882353	2,48490665	0,951	2,48490665	1,09861229	-0,0132248	1,69115656
37	0,17647059	2,07944154	0,92	2,77258872	1,09861229	0,02982879	1,01780587
38	0,35714286	2,39789527	0,91	2,56494936	1,38629436	0,04288465	1,34317198
39	0,5	2,19722458	0,86	2,83321334	1,38629436	0,03530075	1,21547314
40	0,35714286	2,30258509	0,92	2,63905733	1,38629436	0,04994129	1,69647026
41	0,5	2,39789527	0,95	2,07944154	1,38629436	0,00411149	1,11698003
42	0,33333333	2,19722458	0,949	1,79175947	1,38629436	0,02132	1,01149481
43	0,63636364	2,07944154	0,95	1,79175947	1,09861229	0,06909771	1,14511753
44	0,33333333	2,19722458	0,93	2,7080502	1,09861229	0,06765734	1,49164336
45	0,52941176	2,19722458	0,879	2,39789527	1,38629436	0,01536142	1,0538639
46	0,4	2,30258509	0,913	2,48490665	1,38629436	0,03346903	1,29444704
47	0,07142857	1,60943791	0,972	1,60943791	1,60943791	0,05660161	1,08877125

Bibliographie

- Adams R., Ferreira D. (2009). Women in the boardroom and their impact on governance and performance. *Journal of Financial Economics*, 94, 291–309.
- Agboton, Y. (2007). *Le rôle du conseil d'administration dans le dispositif de corporate governance : le cas du code Lippens*. Thèse de doctorat en Sciences économiques et de gestion non publiée, Université de Liège, Liège.
- Andres C., Betzer A., Goergen M., & Metzger, D. (2010). Corporate Governance Systems. In K. Baker, R. Anderson, Corporate Governance A synthesis of theory, research and practice. Hoboken: John Wiley & Sons.
- Association française des entreprises privées. (s.d.). *L'association : rôle*. En ligne <http://www.afep.com/contenu/association/role>, consulté le 1er août 2016.
- Bakkour, D. (2013). *L'approche contractuelle du concept de gouvernance*. En ligne sur le site du Laboratoire Montpelliérain d'Economie Théorique et Appliquée. <http://www.lameta.univ-montp1.fr/Documents/ES2013-04.pdf>, consulté le 13 juillet 2016.
- Berk, J., DeMarzo, P. (2014). *Finance d'entreprise*. Montreuil : Pearson France
- Cabane, P. (2013). *Manuel de gouvernance d'entreprise*. Paris : Eyrolles.
- Cerrada K. (2001). *L'impact des configurations financières sur le conseil d'administration : une comparaison internationale*. Louvain-la-Neuve : CIACO
- Challenges. (s.d.). *Lexique économique : le CAC 40*. En ligne <http://www.challenges.fr/lexique/cac-40.html>, consulté le 18 juillet 2016.
- Charreaux, G. (1997). *Le Gouvernement des Entreprises : Corporate Governance, Théories et faits*. Paris : Economica.
- Code de commerce français.
- Code des sociétés (1999), *M.B.*, 6 aout 1999.
- Commission Corporate Governance. (2009). *Le Code Belge de gouvernance d'entreprise* 2009. En ligne <http://www.corporategovernancecommittee.be/fr/propos-du-code-2009/code-belge-de-gouvernance-dentreprise-2009>, consulté le 26 février 2016.
- Commission Corporate Governance. (s.d.). *À propos de la Commission*. En ligne <http://www.corporategovernancecommittee.be/fr/propos-de-la-commission>, consulté le 1er août 2016.

- Commission européenne. (2013). *Fiche d'information nationale — L'équilibre hommes-femmes dans les conseils des sociétés*. En ligne http://ec.europa.eu/justice/gender-equality/files/womenonboards/womenonboards-factsheet-fr_fr.pdf, consulté le 29 mars 2016.
- Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance., & Cadbury, A. (1992). *Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance*. London : Gee.
- Crost, E., Messinne, F. (2010). La détention facultative d'actions par les administrateurs dans les SA : origine de la réforme et conséquences. *Journal des sociétés*, 79, 55-58.
- Depret M-H, Finet A., Hamdouch A., Labie M., Missonier-Piera F., Piot C. (2005). *Gouvernement d'entreprise : Enjeux managériaux, comptables et financiers*. Bruxelles : De Boeck université
- Finet, A., Depret, M. H., Hamdouch, A., Labie, M., Missonier-Piera, F., & Piot, C. (2005). *Gouvernement d'entreprise*. Bruxelles : De Boeck Supérieur.
- Guberna. (2012). *Toolkit pour l'administrateur 2012*. En ligne http://www.guberna.be/sites/default/files/tools/toolkit/TOOLKIT%20POUR%20ADMINISTRATEUR_FR.pdf, consulté le 18 juillet 2016.
- Guberna. (s.d.). *Code Buysse II*. En ligne <http://www.guberna.be/fr/publications/code-buysse-ii>, consulté le 1er août 2016.
- Herrick T., Barrionuevo A. (2002). Were Enron, Anderson too close to allow auditor to do its job? *The Wall Street Journal*. En ligne <http://www.wsj.com/articles/SB1011565452932132000>. Consulté le 1 aout 2016
- Institut Français des Administrateurs. (s.d.). *A propos de l'IFA : Membres associés et partenaires : Spencer Stuart*. En ligne <http://www.ifa-asso.com/a-propos-de-l-ifa/membres/membres-associes-et-partenaires/spencer-stuart.html>, consulté le 10 août 2016.
- Kergueris, J. (2002). *Rapport d'information fait au nom de la délégation du Sénat pour la planification sur les déterminants de l'investissement*. En ligne <https://www.senat.fr/rap/r02-035/r02-03516.html>, consulté le 26 juin 2016
- La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleife A. (2007). *The economic consequence of legal origins*. En ligne : <http://www.nber.org/papers/w13608.pdf>. Consulté le 2 aout 2016

- Lannoo K. (1994). Le gouvernement d'entreprise en Europe. In : Revue d'économie financière, 31, 159-181. doi : 10.3406/ecofi.1994.2107
- Larousse online. (s.d.). Dictionnaire de français. En ligne : <http://www.larousse.fr/dictionnaires/francais-anglais>, consulté le 20 avril 2016
- Le Petit Robert. (2016). Paris : Le Robert.
- Le portail de l'Economie et des Finances. (2015). *Le CAC 40*. En ligne <http://www.economie.gouv.fr/facileco/cac-40>, consulté le 18 juillet 2016.
- Le portail de l'Economie et des Finances. (2015). *Le CAC 40*. En ligne <http://www.economie.gouv.fr/facileco/cac-40>, consulté le 18 juillet 2016.
- Le Portail de l'Économie et des Finances. (s.d.). *Dossiers : Gouvernement (ou gouvernance) d'entreprise*. En ligne <http://www.economie.gouv.fr/facileco/gouvernement-ou-gouvernance-dentreprise>, consulté le 1er août 2016.
- Le Premier ministre. (2011). Circulaire no 5517/SG relative portant sur la mise en œuvre de la loi n° 2011-103 du 27 janvier 2011 relative à la représentation équilibrée des femmes et des hommes au sein des conseils d'administration et de surveillance et à l'égalité professionnelle. En ligne <http://circulaires.legifrance.gouv.fr/index.php?action=afficherCirculaire&hit=1&r=32684>, consulté le 25 avril 2016.
- Lhalou, C. (2008). Gouvernance des entreprises, Actionnariat et performances. *La revue de l'Économie & de Management*, 7. En ligne <http://fseg.univ-tlemcen.dz/larevue07/Cherif%20LAHLOU.pdf>, consulté le 20 juillet 2016
- Maati J. (1999). *Le gouvernement d'entreprise*. Bruxelles : De Boeck & Larcier
- Malhotra N. (2010). *Marketing Research*. Prentice Hall: Pearson Education
- MEDEF Rouen Dieppe. (s.d.). *Votre MEDEF : Qu'est-ce que le MEDEF*. En ligne <http://www.medef-rouen-dieppe.fr/votre-medef-2/quest-ce-que-le-medef/>, consulté le 1er août 2016.
- MiddleNext. (2009). *Qui sommes-nous ?* En ligne <http://www.middlenext.com/spip.php?rubrique11>, consulté le 1er août 2016.
- Observatoire Ethics & Boards. (2015). *Chiffre de la Gouvernance de la Semaine — 7 octobre 2015*. En ligne <http://www.ethicsandboards.com/etudes/138-chiffre-de-la-semaine-7-ocobre-2015>, consulté le 29 mars 2016.
- Organisation de coopération et de développement économiques. (2004). *Principes de gouvernement de l'entreprise de l'OCDE*. En

ligne <http://www.oecd.org/fr/daf/ae/principesdegouvernementdentreprise/31652074.PDF>, consulté le 14 juillet 2016.

- Portail de l'Intelligence économique. (s.d.). *Lexique : Soft law*. En ligne <http://www.portail-ie.fr/lexiques/read/90>, consulté le 1er août 2016.
- Prowse, S. (1994). Corporate governance: Comparaison internationale. Une étude des mécanismes de contrôle d'entreprise aux États-Unis, en Grande-Bretagne, au Japon et en Allemagne. *Revue d'économie financière*, 31, 119-158. doi : 10.3406/ecofi.1994.2106
- S&P Global. (s.d.). *Client solution: Company data*. En ligne <https://www.spcapitaliq.com/client-solutions/data?tile=company-data#!tile=company-data>, consulté le 23 juillet 2016.
- Sénat. (s.d.). *Prospective du pacte social dans l'entreprise : C. La diversification peu contrôlée des sources de production de règles juridiques : l'exemple de la « soft law »*. En ligne <http://www.senat.fr/rap/r10-227/r10-22778.html>, consulté le 1er août 2016.
- Service public fédéral Emploi, Travail et Concertation sociale. (s.d.). *Egalité Femmes-Hommes : l'écart salarial*. En ligne <http://www.emploi.belgique.be/defaultTab.aspx?id=8486>, consulté le 25 mars 2016.
- Service public fédéral. (2013). Corporate Governance. En ligne : http://economie.fgov.be/fr/entreprises/vie_entreprise/Reglementation_financiere_comptable/Corporate_governance/#.V7NzSo7G5p9, consulté le 20 juillet 2016
- Shaffer, G., & Pollack, M. (2010). Hard vs. Soft Law: Alternatives, Complements, and Antagonists in International Governance. *Minnesota Law Review*, 94, 706–799. En ligne <http://ssrn.com/abstract=1426123>, consulté le 1er août 2016.
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). A Survey of Corporate Governance. *The Journal of Finance*, 52, 737–783. doi :10.1111/j.1540-6261.1997.tb04820.x
- The Robbins Collection. (s.d.) *The common and civil law traditions*. En ligne : <https://www.law.berkeley.edu/library/robbins/pdf/CommonLawCivilLawTraditions.pdf>, consulté le 1 août 2016
- Trends Tendances. (2016). *Le Bel 20 a 25 ans : retour sur une histoire mouvementée*. En ligne <http://trends.levif.be/economie/banque-et-finance/le-bel-20-a-25-ans-retour-sur-une-histoire-mouvementee/article-normal-479775.html>, consulté le 18 juillet 2016

- Truchy, H. (1936). Précis élémentaire d'économie politique. Tome premier. 5^{ème} éditions, Paris : *Librairie du Recueil Sirey*
- Van Dessel, V. (2016). *25 years of highs and lows*. En ligne sur le site d'Euronext <https://www.euronext.com/en/25bel20>, consulté le 18 juillet 2016.
- Wu W., (2009). *Board composition and firm performance: a quantitative study on Chinese listed companies*. Master thesis Umea School of Business. En ligne <http://www.diva-portal.org/smash/get/diva2:351748/FULLTEXT01.pdf>, consulté le 25 juin 2016.
- Zone bourse. (2016). *ROA*. En ligne <https://www.zonebourse.com/formation/ROA-454/>, consulté le 1 juillet 2016.

•

Table des matières

Introduction générale	1
Chapitre I : Définition de la gouvernance d'entreprise	9
Chapitre II : La gouvernance d'entreprise d'un point de vue historique	13
1. Gouvernance d'entreprise et capitalisme.....	13
2. Apparition et évolution de la gouvernance d'entreprise	14
3. La Théorie de l'agence et la « Stakeholder Theory »	17
Chapitre III : Les systèmes de gouvernance d'entreprise	19
1. Conditions pour la mise en place de la gouvernance d'entreprise.....	20
2. Conception de droit commun et de droit civil	21
3. Système orienté marchés et système orienté banques.....	22
4. Système de gouvernement ouvert et système de gouvernement fermé.....	23
Chapitre IV : Les mécanismes de gouvernance d'entreprise	25
1. Les mécanismes internes.....	25
a) Le conseil d'administration :	25
c) Les salariés,.....	26
d) La communication financière :	26
2. Les mécanismes externes :.....	26
e) Le marché du travail :	26
f) Les marchés boursiers :.....	27
g) Le marché de la dette :	27
h) Les textes légaux et réglementaires :	27
Chapitre V : Une réponse réglementaire et juridique	29
1. Aperçu du contenu des codes de gouvernance belges et français	32
a) Le contenu du Code belge de gouvernance d'entreprise 2009	32
b) Le contenu du Code AFEP-MEDEF.....	38
Chapitre VI : Fonctionnement des sociétés anonymes	39
a) Définition de la société anonyme.....	39
c) L'assemblée générale des actionnaires	40
d) Le conseil d'administration ou de surveillance	41
e) Le directoire.....	42
f) La détention d'actions par les dirigeants	43
Chapitre VII : Hypothèses de la recherche	45
1. La taille du conseil d'administration	45
2. L'indépendance des membres du conseil d'administration	46
3. Présence d'administrateurs exécutifs au sein du conseil d'administration	47
4. Séparation des fonctions de président du conseil d'administration et de directeur général.....	47
5. Fréquences des réunions du conseil d'administration et assiduités des membres	48
6. Présence de comités spécialisés au sein du conseil d'administration.....	49
7. Représentation des femmes et internationalisation des conseils d'administration	50
8. Comité exécutif	51
Chapitre VIII : Méthodologie	57
1. Choix et caractéristiques de l'échantillon	57
2. Échantillon.....	60
3. Choix de la méthode.....	61

Chapitre IX : Résultats des tests statistiques et discussion	65
1. Statistiques descriptives	66
a) Echantillon du BEL 20 :	66
b) Echantillon du CAC 40 :	67
c) Variables indicatrices :	68
2. Analyse de l'effet des variables sur le ROA	69
a) BEL 20 :	69
b) CAC 40 :	70
c) Échantillons rassemblés :	70
3. Analyse de l'effet des variables sur le Q de Tobin.....	71
a) BEL 20 :	72
b) CAC 40 :	72
c) Échantillons rassemblés :	73
4. Analyse des matrices de corrélations.....	75
a) Echantillon du BEL 20 :	75
b) Echantillon du CAC 40 :	76
Conclusion générale	77
ANNEXES.....	I
Bibliographie.....	XIII
Table des matières	XIX

Executive summary

Nowadays corporate governance has become an important topic in the economic literature. A lot of actors, such as market authorities, states and companies now care about corporate governance. It is a real asset for companies because of the benefits for their reputation and their internal functioning. The study of corporate governance is born with the publication of the research of Berle and Means about the separation of ownership and control which is still the main principle in the corporate governance science. The famous failure of the American enterprises Enron and WorldCom made a lot of noise and paved the way to an improvement of the corporate governance practices all over the world. The answer to those disasters was the massive publication of codes of good practices which gives guidelines to the companies to help them to enhance their governance. The answer was also the publication of legal forms with the obligation for the companies to implement an audit committee inside their board of directors or to follow a code of good practices.

Due to the poor research about the Belgian market, we have decided to focus on the situation of Belgium and to compare it with the French one. We analyse the links between the attributes of the board of directors such as the size of the board and of the executive committee, the proportion of independents, executive, state, women and foreign administrators inside the board. We also look at the board's activity and the number of committees of the board. To evaluate the effects of these variables on the performance, we have chosen two financial ratios: the return on assets (ROA) and the Tobin Q. We conducted linear regression and correlation analyses to discover links between the variables and the financial ratios on a sample composed by companies of the BEL 20 and CAC 40 indexes.

Our main findings are fairly neutral concerning the size, the independence and the activity of the board. Nonetheless, we found a positive relationship between the proportion of women and foreign administrators and a negative relationship between state administrators and the performance.

Keywords: corporate governance; board of directors; BEL 20; CAC 40; performance of the company.