

COMMENT INTERPRETER LA DIFFUSION DES STANDARDS ANGLO-SAXONS DE GOUVERNANCE AU SEIN DES ENTREPRISES FRANÇAISES COTEES ? L'EXEMPLE DES COMITES DE SURVEILLANCE

Christine Pochet (Maître de conférences) et Heejung Yeo (ATER)

IAE, Université Toulouse1

Place Anatole France 31042 TOULOUSE Cedex

Tél. : 05 61 63 56 66 – Fax. : 05 61 63 56 56 – e-mail : christine.pochet@univ-tlse1.fr

Résumé

La création de comités de surveillance (i.e. d'audit, de rémunération et de nomination) au sein des conseils d'administration est une des préconisations diffusées en France par les investisseurs institutionnels anglo-saxons. Pour autant, la présence d'un tel comité est-elle de nature à répondre aux attentes de ces investisseurs ? L'étude empirique conduite sur un échantillon de 120 entreprises cotées montre que dans le contexte français, l'existence de comités de surveillance ne s'interprète que partiellement comme visant à réduire les coûts d'agence.

Mots clés. –Gouvernance d'entreprise –Conseil d'administration –Comités- Investisseurs institutionnels anglo-saxons.

Abstract

The formation of monitoring committees (e.g. audit, compensation, and selection) within boards of directors is one of the recommendations Anglo-Saxon institutional investors have brought to France. We question the potential for such committees to meet the expectations of those investors. The empirical study conducted on a sample of 120 listed firms indicates that, in the French context, the formation of monitoring committees can only partly be interpreted in terms of a device aimed at reducing agency costs.

Keywords. –Corporate governance –Board of directors–Committees- Anglo-Saxon institutional investors.

La diffusion de la pratique des comités est une caractéristique, relativement récente, du mode d'organisation des conseils d'administration français. Elle s'inscrit dans une tendance plus générale à la professionnalisation de la fonction d'administrateur qu'illustre la création en juin 2003 d'un institut de formation des administrateurs (IFA). L'institution de comités spécialisés au sein des conseils d'administration est l'une des modalités d'amélioration du fonctionnement de cet organe, et plus largement de la gouvernance d'entreprise, préconisée par les codes de bonne conduite, en France comme dans la plupart des pays développés. Une telle organisation permet aux administrateurs de se concentrer sur une dimension particulière de leur mission et fournit à l'entreprise qui la met en place l'opportunité d'exploiter certaines compétences spécifiques des administrateurs. Les comités susceptibles d'être institués sont de nature diverse. Harrison (1987) les classe en deux catégories : les comités de support (*management support committees*) remplissent une fonction de conseil stratégique auprès de la direction tandis que les comités de surveillance (*monitoring committees*) ont pour rôle de protéger les intérêts des actionnaires en exerçant un contrôle sur la performance du dirigeant. Les comités stratégiques ou financiers appartiennent au premier groupe ; les comités d'audit, de sélection et de rémunération sont les plus fréquemment associés à la fonction de surveillance.

Dans les pays anglo-saxons, même s'ils sont fortement recommandés, les comités de surveillance ne sont en règle générale pas obligatoires. Aux Etats-Unis, même si la loi Sarbanes-Oxley suppose implicitement l'existence d'un comité d'audit au sein du conseil d'administration des sociétés cotées, seuls le New York Stock Exchange et le NASDAQ requièrent formellement l'existence d'un tel comité. Dans ce contexte, nombreuses sont les recherches qui, aux Etats-Unis, se sont attachées à identifier les divers facteurs influant sur la mise en place volontaire de comités au sein des conseils d'administration. En France, l'adoption de la loi de sécurité financière en juillet 2003 ne s'est pas traduite par un renforcement des règles relatives au gouvernement d'entreprise et l'adoption de comités, quoique recommandée dès le premier rapport Viénot (1995), reste à la discrétion des entreprises.

L'objet du travail entrepris est d'examiner la question des facteurs influant sur la mise en place, par les entreprises françaises, de comités de surveillance au sein de leur conseil d'administration afin d'en proposer une interprétation. A cet égard, s'agissant de comités chargés de restreindre la latitude managériale, l'interprétation la plus fréquemment avancée de l'instauration des comités de surveillance a été formulée en termes de dispositif organisationnel propre à réduire les coûts d'agence. C'est celle que retiennent les études

empiriques anglo-saxonnes. Cependant, le droit français des sociétés ne permet pas, ainsi que nous le verrons plus loin, aux comités spécialisés de fonctionner sur un mode identique à celui de leurs homologues anglo-saxons. Ceci conduit à s'interroger sur la signification de leur diffusion au sein des entreprises françaises cotées et à envisager une autre interprétation, celle d'une fonction purement esthétique de ces comités, associée à la présence de plus en plus significative des investisseurs institutionnels anglo-saxons dans le capital des entreprises françaises cotées. Par ailleurs, si la diffusion de la pratique des comités de surveillance a été très sensible pour les entreprises du CAC 40, elle est plus lente pour les entreprises du SBF 120 hors CAC 40 et plus encore pour celles du SBF 250 hors SBF 120 (KPMG, 2000). Ceci signifie que la recherche de différences dans les caractéristiques des entreprises qui mettent en place l'un ou l'autre des comités par rapport à celles qui ne le font pas conserve tout son sens. A notre connaissance, seules deux recherches ont été réalisées en France sur les comités : celle de Saada (1998) et celle de Thiery-Dubuisson (2002), portant toutes deux sur l'interprétation de la mise en place des comités d'audit. L'étude qui est proposée ici retient donc la même problématique mais élargit le périmètre d'investigation à l'ensemble des comités de surveillance.

La suite de la communication est organisée de la manière suivante : dans la section 1, des éclairages sont fournis sur la signification que revêt aux Etats-Unis et en France la création de comités spécialisés. La section 2 développe des hypothèses relatives aux caractéristiques des entreprises ayant mis en place des comités de surveillance au sein de leur conseil d'administration. La section 3 décrit la méthodologie retenue pour l'étude empirique. Les résultats obtenus sont présentés dans la section 4. La section 5 discute ces résultats et conclut.

1. Les comités spécialisés aux Etats-Unis et en France : parle-t-on vraiment de la même chose ?

A l'exception des comités d'audit, apparus dès 1940, l'origine des comités spécialisés se confond aux Etats-Unis avec la résurgence du débat sur la gouvernance d'entreprise à la fin de la décennie 1970. La vague d'OPAs hostiles qui se produit en Amérique du Nord au cours des années 1980 est une première occasion de mettre en cause la capacité des dirigeants des grands groupes à maximiser la valeur de l'entreprise (Le Joly et Moingeon, 2001) et de déplorer la passivité des conseils d'administration, accusés de se comporter comme de simples chambres d'enregistrement. La restauration d'une gouvernance de qualité passe alors,

du point de vue anglo-saxon, par un renforcement du contrôle exercé par les administrateurs sur les décisions managériales. Dans cette perspective, les comités fournissent aux administrateurs les moyens et la structure leur permettant d'exercer un contrôle efficace sur un certain nombre de questions jugées cruciales pour la défense des intérêts des investisseurs (Braiotta and Sommer, 1987). Les *Principles of Corporate Governance* rédigés aux Etats-Unis à l'initiative de l'*American Law Institute* (ALI) au début des années 1980 contiennent à cet égard des recommandations adressées aux sociétés sur la composition et le rôle des trois comités de surveillance. En France, c'est le premier rapport Viénot (1995) qui introduit une recommandation relative à la création par les entreprises cotées de comités d'audit, de sélection et de rémunération¹.

Charreaux & Pitol-Belin (1990) notent que la mise en place de comités dans les entreprises françaises a été rare au cours des années 1980. Toutefois, depuis la publication du premier rapport Viénot (1995), la pression exercée sur les entreprises cotées pour qu'elles s'alignent sur les standards de "bonne gouvernance" s'est accrue, et les exigences se sont renforcées, notamment en ce qui concerne la composition des comités². Les recommandations relatives à la création de comités spécialisés ont été largement suivies par les entreprises cotées puisque 92% des entreprises composant l'indice CAC 40 avaient établi des comités au sein de leur conseil d'administration en 1998-1999 contre 87% en 1997-1998, 82% en 1996-1997 et seulement 37% en 1995-1996 (Korn/Ferry, 2000). En ce qui concerne les entreprises de l'indice SBF 120 hors CAC 40, 56% d'entre elles possédaient au moins l'un des trois comités en 2000 contre 51% en 1999 (KPMG, 2000). La pratique de l'organisation des conseils d'administration en comités spécialisés est ainsi devenue extrêmement répandue en France parmi les entreprises cotées.

La mise en place de ces comités revêt-elle toutefois la même signification en France qu'aux Etats-Unis ? On peut en douter si l'on envisage les différences qui affectent les deux systèmes de droit des sociétés. En effet, la loi prévoit en France une hiérarchie sociale, considérée par la jurisprudence comme intangible. Le conseil d'administration est institué à titre collégial, il a des droits et des responsabilités collégiales. Ceci implique que les administrateurs, que ce soit à titre individuel ou en petits groupes, ne disposent pas des pouvoirs du conseil d'administration. En conséquence, les comités ne peuvent avoir qu'un pouvoir purement consultatif (Couret, 1998). On est très loin de la conception américaine du

¹ La COB avait suggéré dès 1984 que la constitution de comités d'audit permettrait d'améliorer l'efficacité du contrôle exercé par le conseil d'administration sur les comptes.

² Ainsi, le rapport Viénot II (1999) recommande-t-il que la proportion d'administrateurs indépendants dans les comités soit au minimum d'un tiers, seuil porté à la moitié pour le comité de rémunération.

fonctionnement des comités, selon laquelle ces derniers engagent leur responsabilité vis-à-vis des actionnaires. De plus, dans la mesure où ils ne peuvent qu'être dépositaires d'une délégation de pouvoirs par le conseil d'administration, les comités ne répondent pas, en droit français, à l'exigence d'indépendance véhiculée par le concept anglo-saxon. Dans ces conditions, certains auteurs ont suggéré que la création de comités spécialisés ne revêtait en France qu'un caractère purement formel, destiné à satisfaire aux exigences des investisseurs anglo-saxons, sans traduire une réalité de fonctionnement répondant aux attentes du marché, spécialement en matière d'indépendance vis-à-vis du dirigeant (Berlioz, 1995).

1.1. Le comité d'audit

Aux Etats-Unis, les attributions du comité d'audit ont couvert dès l'origine un large domaine: revue des procédures permettant de garantir la fiabilité de l'information financière à usage interne et externe, relations avec les auditeurs externes et résolution des différents éventuels entre ces auditeurs et la direction générale de l'entreprise en matière d'information financière destinée au public, appréciation de la qualité du contrôle interne, relation avec les auditeurs internes. Un comité d'audit efficace est considéré comme un maillon critique de la chaîne de production et de diffusion d'une information financière fiable à destination des investisseurs. Il concourt à atténuer les problèmes d'agence en contribuant à la divulgation par les dirigeants d'une information financière non biaisée pour les actionnaires et les créanciers, réduisant ainsi l'asymétrie d'information entre *insiders* et *outsiders* (Klein, 1998).

Dans ces conditions, les scandales comptables et boursiers des années 2000 et 2001, intervenus dans des sociétés qui s'étaient pourtant dotées d'un comité d'audit, ont entraîné une réaction brutale du législateur américain. Le Sarbanes-Oxley Act de 2002 comporte plusieurs dispositions visant à renforcer l'efficacité du comité d'audit. Ainsi, c'est lui qui doit avoir la responsabilité directe du choix, de la désignation, de la rémunération et de la supervision des auditeurs d'une entreprise cotée. Le comité d'audit doit également mettre en place des procédures pour recevoir et traiter les réclamations mettant en cause la comptabilité ou l'information financière de la société, et pour garantir le traitement confidentiel des observations émanant du personnel de l'entreprise. Liée à ce renforcement du rôle et de la responsabilité du comité d'audit, l'exigence d'indépendance de la totalité des membres du comité, imposée par la loi, fait écho à la recommandation de l'ALI qui allait déjà dans le même sens.

En France, la loi organise la mission du commissaire aux comptes. Dans ce contexte, le comité d'audit constitue une sorte de groupe de travail ad hoc. Le comité Viénot a

considéré qu'il avait pour tâche essentielle de s'assurer de la pertinence et de la permanence des méthodes comptables adoptées pour l'établissement des comptes sociaux et de vérifier la qualité des procédures internes de collecte et de contrôle des informations. Sur ce dernier point, on le sait, la loi de sécurité financière a introduit une nouvelle obligation pour le président du conseil d'administration, celle d'établir un rapport sur les procédures de contrôle interne mises en place par l'entreprise. En revanche, la création d'un comité d'audit n'a pas été rendue obligatoire³.

1.2. Le comité de rémunération

Dans les entreprises américaines cotées, le comité de rémunération, composé majoritairement de professionnels indépendants, a pour mission de proposer, sur des critères objectifs, les rémunérations des membres du conseil et du management. La raison d'être du comité de rémunération est double : accroître la transparence et adapter la rémunération des dirigeants aux performances réalisées, généralement évaluées en termes de création de valeur pour les actionnaires. Le rôle rempli par ce comité est essentiel dans la mesure où il doit définir la rémunération du dirigeant de façon à attirer et à retenir les meilleurs tout en fournissant à ces derniers les incitations qui les pousseront à agir dans l'intérêt des actionnaires, c'est-à-dire en réduisant les problèmes d'agence (Anderson et Bizjak, 2000).

En France, la rémunération des dirigeants est un sujet délicat dont on sait que le véritable problème qu'il soulève est que cette rémunération soit véritablement débattue en conseil d'administration. Les entreprises préfèrent certes qu'elle le soit dans des cercles plus restreints que celui de la séance plénière du conseil d'administration mais pas nécessairement, comme le recommande le rapport Viénot II, au sein d'un comité composé majoritairement de membres indépendants. Ainsi que l'indique le rapport Korn/Ferry (2000), « *la structure des comités des rémunérations laisse transparaître la réticence des dirigeants français à voir le niveau de leurs émoluments évalué par un comité indépendant, susceptible de le remettre en cause* ». En effet, parmi les entreprises du CAC 40, seules neuf ont un comité satisfaisant au critère d'indépendance énoncé plus haut. Par ailleurs, si ces comités étudient la politique de rémunération des mandataires sociaux et fixent celle du président, aucune publicité n'est faite pour présenter la synthèse de leurs recommandations. D'une manière générale, en France, les

³ Il semble que la création d'un comité d'audit qui ne soit pas simplement consultatif, outre son impossibilité actuelle en droit français, soulève une autre difficulté, celle de la possibilité pour le commissaire aux comptes d'informer certains des administrateurs sans violer le secret professionnel.

critères de détermination des rémunérations individuelles de l'équipe dirigeante restent largement opaques.

1.3. Le comité de sélection

Aux Etats-Unis, ce comité, composé de professionnels indépendants, a pour mission d'identifier et de proposer des candidats aux postes d'administrateur. Dans ce cadre, il doit favoriser la nomination de personnes compétentes pour siéger au conseil d'administration et assurer la sécurité des actionnaires en proposant des administrateurs indépendants. En France, toutefois, la nomination des administrateurs a toujours été considérée par les dirigeants comme une prérogative personnelle. C'est pourquoi, même lorsqu'un comité de sélection a été mis en place, le dirigeant continue à influencer fortement le processus de sélection. Selon les propos d'un membre du cabinet Korn/Ferry cités par le Monde (12 juillet 2003), « *Les présidents ont du mal à se séparer du pouvoir de désigner les administrateurs, alors que la force motrice devrait être le comité des nominations au sein du conseil* ».

Compte tenu des différences qui viennent d'être mises en évidence, il apparaît que les comités de surveillance sont très loin de remplir, en France, les fonctions qui leur sont dévolues dans les pays anglo-saxons. Dès lors, se pose la question de savoir ce qui motive leur adoption par un nombre toujours croissant d'entreprises cotées.

2. Hypothèses de recherche

Cette section élabore un cadre conceptuel sur la base duquel sont bâties les hypothèses relatives aux caractéristiques des entreprises ayant mis en place un ou plusieurs comités de surveillance.

2.1. Composition du conseil d'administration

L'hypothèse selon laquelle le degré d'indépendance du conseil d'administration est positivement lié à la performance de l'entreprise repose sur la théorie de l'agence et a trait à la question du rôle des administrateurs en matière de protection des actionnaires contre l'opportunisme des dirigeants. La théorie de l'agence considère que les administrateurs indépendants possèdent une expertise en matière de contrôle interne et de surveillance des équipes de direction (Fama et Jensen, 1983). Dans le même temps, ils sont incités à signaler leur compétence managériale à leurs employeurs potentiels. Ils sont donc les mieux à même de protéger les intérêts des actionnaires. Inversement, les administrateurs internes sont

suspects de complaisance à l'égard du dirigeant, surtout lorsque, comme c'est le cas en France, c'est à une décision de ce dernier qu'ils doivent pour la majorité d'entre eux leur place au conseil. Dans ces conditions, la présence d'une proportion élevée d'administrateurs externes est de nature à faciliter la mise en place d'un dispositif de gouvernance tel que les comités de surveillance, visant à renforcer le contrôle exercé sur le dirigeant.

Hypothèse 1a : L'existence de comités de surveillance est positivement liée à la proportion d'administrateurs externes indépendants siégeant au conseil.

Il est toutefois nécessaire de tenir compte des spécificités du contexte français lorsqu'on cherche à lier la composition du conseil d'administration avec la probabilité d'observer la mise en place de comités de surveillance. En effet, compte tenu de la géographie du capital des entreprises, les administrateurs internes dominent en France les conseils d'administration. Si l'on s'en tient aux entreprises du CAC 40, l'étude de Korn/ferry déjà citée indique qu'en 2000, seuls 28 % des administrateurs pouvaient être considérés comme indépendants. Au demeurant, la contribution de ces *insiders* à la bonne gouvernance des entreprises est reconnue par certains auteurs (Zajac et Westphal, 1994) qui mettent en avant l'expérience acquise par ces administrateurs et la connaissance intime qu'ils ont des questions soumises à leur contrôle. Si l'on considère que dans le contexte juridique français, les comités ne remplissent qu'une fonction purement consultative, il est tout à fait logique de supposer que les administrateurs internes ne s'opposeront pas à la constitution de tels comités. D'une part, le dispositif, sous sa forme actuelle, ne remet nullement en cause la latitude managériale. D'autre part, conformément aux vues de la théorie néo-institutionnelle (DiMaggio et Powell, 1983), sa diffusion croissante confère aux entreprises qui l'adoptent une légitimité vis-à-vis des investisseurs⁴.

Hypothèse 1b : La probabilité d'observer l'existence de comités de surveillance est d'autant plus élevée que la proportion d'administrateurs internes est forte.

La théorie de l'agence considère que lorsque la taille du conseil d'administration croît, la capacité de ce dernier à exercer une surveillance efficace sur le dirigeant augmente également mais jusqu'à un certain point seulement. Selon Jensen (1993), « *lorsque la taille du conseil excède sept à huit membres, ces derniers ont moins de chances d'être efficaces et ils*

⁴ Thiery-Dubuisson (2002) met à cet égard en évidence l'influence de la position centrale occupée par l'entreprise au sein d'un réseau d'administrateurs sur l'adoption d'un comité d'audit. Les mandats croisés constitueraient ainsi un vecteur privilégié de la diffusion des comités.

sont plus faciles à contrôler pour le dirigeant ». Dans cette perspective, l'organisation du conseil sous formes de comités spécialisés pourrait permettre d'atténuer les inconvénients liés à une taille importante. Spécialisés, les membres du conseil seraient plus efficaces et leur répartition en comités rendrait leur contrôle par le dirigeant plus délicat à obtenir.

La théorie de la dépendance envers les ressources propose un éclairage complémentaire sur cette question du lien entre taille du conseil et occurrence des comités spécialisés. Elle considère que les administrateurs externes (qu'ils soient indépendants ou affiliés) procurent à l'entreprise des ressources supplémentaires, dans la mesure où ils sont susceptibles notamment d'aider à l'établissement de contacts nouveaux hors de l'environnement immédiat de l'entreprise ou d'intervenir pour faciliter les négociations de l'entreprise avec certaines parties de son environnement (Le Joly et Nioche, 2001). A ce titre, la théorie de la dépendance envers les ressources considère qu'une entreprise ayant besoin d'entretenir des liens importants avec son environnement devrait se doter d'un conseil d'administration plus important (Pfeffer et Salancik, 1978). Dans ces conditions, une organisation en comités spécialisés permet de mieux exploiter les compétences apportées par les divers membres du conseil.

Hypothèse 1c : L'existence de comités spécialisés est positivement liée à la taille du conseil d'administration.

2.2. Part des détenteurs de blocs affiliés

Les investisseurs sont probablement moins enclins à investir dans les entreprises à capital diffus. En effet, dans un tel cas, l'actionnaire individuel n'est pas suffisamment incité à engager des ressources pour exercer un contrôle strict des dirigeants. La vigilance actionnariale a de grandes chances d'être minimale et la latitude managériale maximale. Ce problème est commun à toutes les grandes entreprises dont la propriété est dispersée.

Jensen et Meckling (1976) considèrent que les problèmes d'agence peuvent être réduits lorsque les dirigeants sont propriétaires d'une part du capital de l'entreprise qu'ils gèrent. Cette thèse de la convergence des intérêts (Morck, Shleifer et Vishny, 1988) énonce que plus le pourcentage de capital détenu par le dirigeant augmente, plus l'écart entre les intérêts des actionnaires et de la direction se réduit, diminuant du même coup l'incitation des dirigeants à adopter un comportement opportuniste. Mack et Li (2002) mettent en évidence, sur un échantillon d'entreprises de Singapour, l'existence d'une relation négative entre la propriété managériale et la proportion d'administrateurs externes. Ils considèrent que cette relation témoigne du caractère substituable de ces deux variables. Dans ce contexte, les

insiders sont les dirigeants et les administrateurs qui, en plus d'être actionnaires, participent directement au processus de prise de décision.

En France, les détenteurs de blocs affiliés sont soit les fondateurs et les membres de leur famille proche, soit les sociétés (le plus souvent des holdings) contrôlant l'entreprise. Ainsi que le montre l'étude de Faccio et Lang (2002), 86 % des entreprises françaises ont un actionnaire détenant au moins 20 % du capital et dans plus de 60 % des cas, cet actionnaire est de type familial. Les sociétés familiales cotées représentaient, quant à elles, 46 % du SBF 120 et 57 % du SBF 250 en 1998 (Allouche et Amann, 2002). L'étude empirique de Charreaux (1991) confirme, dans le cas de la France, l'existence de phénomènes de substitution entre mécanismes de gouvernance : dans les entreprises familiales et contrôlées, le rôle du conseil d'administration semble secondaire au regard de la situation observée dans les entreprises managériales. En raison des possibilités de contrôle direct par les détenteurs de blocs affiliés, dans les entreprises à propriété concentrée, la présence d'administrateurs indépendants au conseil se justifie moins que dans le cas des firmes managériales. De même, l'intérêt que présentent les comités de surveillance est réduit.

Toutefois, la théorie de l'enracinement indique qu'au fur et à mesure que la propriété managériale augmente, les dirigeants sont en mesure d'exercer un contrôle accru sur l'entreprise via leurs droits de vote et deviennent de ce fait de plus en plus difficiles à révoquer. L'étude d'Arthur (2001) consacrée au lien entre structure du capital et composition du conseil d'administration met en évidence le caractère non-linéaire de la relation qui s'établit entre ces deux variables : c'est seulement pour des niveaux de propriété managériale inférieurs à 10 % et supérieurs à 20 % qu'une relation décroissante est observée, correspondant dans le premier cas à un effet d'alignement des intérêts insuffisant et dans le second à un phénomène d'enracinement des dirigeants. En l'absence de menace d'éviction, les dirigeants enracinés sont incités à poursuivre leur propre intérêt au détriment de celui des actionnaires. Dans ces conditions, ils vont s'opposer à la mise en place de dispositifs qui permettraient aux actionnaires de rééquilibrer le contrôle en leur faveur.

Hypothèse 2 : Il existe une relation négative entre la part des détenteurs de blocs affiliés et la mise en place de comités de surveillance.

2.3. Détenteurs de blocs externes

La présence de détenteurs de blocs d'actions non dirigeants est susceptible d'améliorer la gouvernance d'entreprise. En France, les détenteurs de blocs externes sont pour l'essentiel constitués d'investisseurs institutionnels étrangers. Au cours de la décennie 1990, ces derniers

ont acquis des parts importantes du capital des entreprises françaises. La montée en puissance des investisseurs institutionnels est particulièrement importante depuis 1997 dans les grands groupes, où elle coïncide avec le recul des participations croisées (Morin et Rigamonti, 2002). Selon la Banque de France, les non-résidents ont ainsi réalisé plus de 80 % des transactions sur le marché français des actions au cours du second trimestre de 1998 (Jeffers et Plihon, 2002). Globalement, la part des investisseurs étrangers dans la capitalisation boursière de la place de Paris a cru de 23,5 % en 1993 à 36,9 % en 1999 et la Banque de France enregistre 37 % des actions cotées comme détenues par des non-résidents (Banque de France, 2002). Notons également que la part des institutionnels étrangers est significative non seulement dans le capital des entreprises du CAC 40 mais aussi dans celui des PME à fort potentiel de croissance.

O'Sullivan (2000) considère que dans les grandes entreprises à structure de propriété concentrée, les détenteurs de blocs externes possèdent une forte incitation à exercer une surveillance active sur le dirigeant en raison de la taille des intérêts qu'ils détiennent. De fait, aux Etats-Unis, les grands investisseurs institutionnels exercent un rôle actif dans la gouvernance des entreprises principalement par le biais des propositions qu'ils soumettent en tant qu'actionnaires⁵. Les sujets sur lesquels portent ces propositions peuvent être classés en trois catégories principales : les règles de vote, les dispositifs anti-OPA et le conseil d'administration (Del Guercio et Hawkins, 1999). En ce qui concerne les réformes touchant au conseil d'administration, elles visent à accroître l'indépendance et le degré de responsabilité en jouant sur sa composition. On peut penser que la mise en place de comités participe d'une démarche analogue et devrait être plébiscitée par les investisseurs institutionnels.

Hypothèse 3 : La part du capital détenue par les détenteurs de blocs externes est positivement liée à l'existence de comités de surveillance.

2.4. Confusion des fonctions de Président et de Directeur général

La confusion des fonctions de président et de Directeur général (de CEO et de Chairman dans la littérature anglo-saxonne) est considérée, du point de vue de la théorie de l'agence, comme source potentielle de conflits d'intérêts et par conséquent de coûts d'agence.

⁵ Les propositions d'actionnaires (*shareholder proposals*) sont un mécanisme de gouvernance introduit, à l'initiative de la SEC, par le *Securities and Exchange Act* de 1934 (section 14). Une proposition consiste en un bref constat dressé par un actionnaire assorti d'une requête concernant une action spécifique du dirigeant. Elle est soumise au vote des actionnaires en assemblée générale et bien que, dans la plupart des Etats, un vote majoritaire n'entraîne pas d'obligation pour le dirigeant de se conformer à la requête, un tel vote constitue un signal fort du consensus recueilli auprès des actionnaires individuels (Del Guercio et Hawkins, 1999).

En effet, dans la mesure où la fonction du conseil d'administration est de nommer, de rémunérer et de révoquer le dirigeant, la présence de ce dernier à la présidence du conseil, en raison du pouvoir qu'elle confère au dirigeant, est de nature à entraver le bon fonctionnement du conseil (Jensen, 1993). A l'inverse, la séparation de ces fonctions autorise une évaluation objective par le conseil d'administration de la performance du dirigeant et de son équipe (Conyon et Peck, 1998). En France, jusqu'au vote de la loi NRE en 2001, la seule possibilité pour une entreprise d'organiser la séparation des fonctions de direction et de surveillance était d'adopter la forme juridique de la société anonyme à directoire et conseil de surveillance. Cette option a été relativement peu utilisée par les entreprises cotées. Dans la mesure où le PDG dispose d'un pouvoir d'influence élevé sur le conseil, il a les moyens de s'opposer à la mise en place de comités susceptibles de réduire sa latitude décisionnelle.

Hypothèse 4 : La probabilité d'observer l'existence de comités de surveillance est positivement associée à la séparation des fonctions de Président et de Directeur général.

2.5. Confusion entre dirigeant et fondateur

Le terme dirigeant-fondateur désigne la personne qui dirige une entreprise qu'elle a créée et qui conserve en général une part significative du capital. Dans un tel contexte, les coûts d'agence sont relativement faibles. Au même titre que la concentration de l'actionnariat dont elle constitue un cas particulier, la présence du fondateur à la tête de l'entreprise constitue en soi un mécanisme de contrôle, susceptible de se substituer à d'autres dispositifs tels que le recours à des administrateurs indépendants ou la mise en place de comités de surveillance. Daily et Dalton (1993) ont étudié l'impact de l'existence d'un dirigeant-fondateur sur les choix effectués en matière de structures de gouvernance d'entreprise parmi une centaine de firmes. Ils trouvent que les entreprises dirigées par leur fondateur ont moins d'administrateurs indépendants que les autres et séparent moins souvent les fonctions de Président et de Directeur Général.

Hypothèse 5 : L'existence de comités de surveillance est négativement associée à la présence d'un dirigeant également fondateur de l'entreprise.

2.6. Taille de l'entreprise

Fama et Jensen (1983) soulignent que les coûts d'agence tendent à augmenter avec la taille de l'entreprise, laquelle reflète la complexité organisationnelle. Des coûts d'agence plus élevés génèrent un besoin accru de mécanismes de contrôle.

Hypothèse 6 : La taille de l'entreprise est positivement associée à l'existence de comités de surveillance.

2.7. Secteurs d'activité réglementés

Les entreprises soumises à la concurrence par le biais du marché des capitaux sont incitées à adopter des mécanismes de gouvernance propres à réduire les problèmes d'agence. C'est pourquoi, lorsque ces problèmes sont importants, elles mettront vraisemblablement en place les dispositifs de gouvernance les plus efficaces pour les résoudre. En revanche, lorsque les entreprises sont moins exposées à la discipline du marché des capitaux, par exemple quand l'Etat détient une part significative du capital ou qu'elles appartiennent à un secteur d'activité réglementé, il est probable qu'elles adopteront des structures de gouvernance laissant plus de latitude aux dirigeants.

Hypothèse 7 : L'appartenance à un secteur d'activité réglementé est négativement liée à la probabilité d'observer l'existence de comités spécialisés dans le conseil d'administration d'une entreprise.

3. Méthodologie

3.1. Description de l'échantillon

La population cible pour cette étude est celle des entreprises françaises cotées à Paris. Sur le marché financier français, 965 entreprises étaient cotées en 2000, parmi lesquelles 453 sur le premier marché, 354 sur le second marché et 158 sur le nouveau marché. De cet ensemble ont dû être éliminées les entreprises pour lesquelles le rapport annuel n'était pas disponible de même que celles dont le rapport annuel ne mentionnait pas l'identité des membres du conseil d'administration ou des actionnaires. Les entreprises étrangères cotées à Paris ont également été rejetées. L'échantillon final se compose de 120 entreprises dont la plupart appartiennent au SBF 120. Les données recueillies concernent l'exercice 2000. Elles proviennent des rapports annuels pour ce qui concerne la structure du capital, la composition du conseil d'administration, l'existence de comités, et les informations relatives au dirigeant (confusion dirigeant/fondateur, confusion des fonctions de directeur général et de président). Les informations financières ont été tirées de Worldscope.

3.2. Variables

Diverses variables ont été utilisées pour représenter les caractéristiques du conseil d'administration et de la structure de propriété. Les administrateurs ont tout d'abord été classés en trois catégories suivant la nature de la relation qu'ils entretiennent avec l'entreprise : internes, externes indépendants et externes affiliés (les *gray directors* de la littérature anglo-saxonne). Les administrateurs internes sont définis comme les individus qui sont, à la date de l'étude, salariés ou mandataires sociaux de l'entreprise considérée ou d'une entreprise affiliée ou encore membres de la famille proche du dirigeant. Le dirigeant en fait donc partie. Ont également été inclus dans cette catégorie les représentants des actionnaires dominants siégeant au conseil. La plupart des codes de bonne conduite (rapport Bouton, rapport Higgs au Royaume-Uni, normes révisées d'admission à la cote du NYSE et du Nasdaq) recommandent en effet de les considérer comme non indépendants.⁶ Les administrateurs externes indépendants n'ont aucune affiliation avec l'entreprise au-delà de leur statut d'administrateur. Les proportions de chacune de ces catégories au sein du conseil ont été identifiées. Toutefois, lorsqu'un administrateur externe non affilié demeure membre du conseil pendant une longue période, la probabilité qu'il cesse d'exercer une surveillance effective s'accroît. De plus, si un administrateur a appartenu par le passé à l'équipe dirigeante ou s'il détient un mandat croisé avec un autre administrateur, il n'est pas véritablement indépendant. Par conséquent, les administrateurs externes affiliés incluent les anciens salariés de l'entreprise, ceux des entreprises de conseil, des banques, clients et fournisseurs significatifs, ainsi que les administrateurs détenteurs de mandats croisés. Sont également compris dans cette catégorie les administrateurs siégeant depuis plus de dix ans au conseil.

Les variables représentatives de la présence d'un comité d'audit, de rémunération et de sélection sont des variables binaires. Il en est de même de la variable indiquant si les fonctions de président et de directeur général sont confondues ainsi que de celle montrant si le dirigeant est aussi le fondateur de l'entreprise. La taille de l'entreprise est mesurée à l'aide du logarithme du total de l'actif.

Tout individu ou entité détenant au moins 10 % du capital de l'entreprise est considéré comme un détenteur de bloc. Au sein de ces détenteurs de blocs, nous établissons une distinction entre ceux qui sont membres de l'équipe dirigeante et les investisseurs

⁶ La décision d'inclure les administrateurs représentant des actionnaires importants de l'entreprise dans la catégorie des administrateurs internes a été prise au cas par cas, en suivant les recommandations du rapport Bouton qui, en l'espèce, indique qu'« au-delà d'un seuil de 10 % en capital ou en droits de vote, il convient que le Conseil s'interroge systématiquement sur la qualification d'indépendant en tenant compte de la composition du capital de la société et de l'existence d'un conflit d'intérêts potentiels ».

institutionnels afin d'examiner séparément l'influence des détenteurs de blocs internes et externes sur la mise en place des comités. La part du capital détenue par les investisseurs institutionnels inclut à la fois celle des fonds étrangers et celle des institutions françaises. Il aurait été intéressant de pouvoir distinguer entre ces deux catégories mais l'absence d'information à ce sujet rend impossible un tel traitement. La variable « part du capital détenue par un détenteur de bloc interne » est approchée à l'aide de deux variables de substitution : la part du capital détenue par les administrateurs et la présence d'un détenteur de bloc au conseil.

3.3. Statistiques descriptives

Le tableau 1 présente les caractéristiques des comités de surveillance présents dans les entreprises de l'échantillon en 2000.

Tableau 1. Comités de surveillance: données descriptives

	Moyenne	Médiane	Ecart-type	Minimum	Maximum
Existence d'un comité	0.76	1	0.43	0.00	1
Nombre de comités	1.83	2	1.25	0.00	4
Existence d'un comité d'AUDIT	0.72	1	0.45	0.00	1
Nombre de membres	3.63	3	1.12	2	9
Proportion de membres indépendants*	0.23	0.25	0.22	0	1
Proportion de membres affiliés	0.19	0.08	0.23	0	0.67
Proportion de membres internes	0.57	0.67	0.28	0	1
Existence d'un comité de RÉMUNÉRATION	0.66	1	0.47	0.00	1
Nombre de membres	3.51	3	1.00	2	7
Proportion de membres indépendants*	0.24	0.23	0.26	0	1
Proportion de membres affiliés	0.18	0.00	0.26	0	1
Proportion de membres internes	0.58	0.67	0.29	0	1
Existence d'un comité de SELECTION	0.30	0	0.46	0.00	1
Nombre de membres	4.18	4	1.66	3	12
Proportion de membres indépendants*	0.26	0.25	0.22	0	0.67
Proportion de membres affiliés	0.11	0.00	0.19	0	0.67
Proportion de membres internes	0.63	0.63	0.23	0.29	1

** Le pourcentage de membres indépendants est le rapport du nombre d'administrateurs externes indépendants siégeant au comité au nombre total de membres du comité. Les proportions de membres externes affiliés et de membres internes sont calculées de manière analogue.*

On constate que 76 % des entreprises de l'échantillon (qui inclut les entreprises du CAC 40) avaient établi l'un au moins des trois types de comités de surveillance en 2000. En moyenne, le nombre de comités est de 1,83. Le nombre moyen de membres est de 3,6 pour les comités d'audit, de 3,5 pour les comités de rémunération et de 4,2 pour les comités de sélection. Les comités de surveillance sont très loin d'être composés exclusivement, et même majoritairement, de membres indépendants. Au contraire, les membres internes dominent largement. En effet, sur la base de la classification des administrateurs que nous avons réalisée, la proportion moyenne d'administrateurs externes indépendants siégeant dans les trois comités n'est que de 24 %. La proportion d'administrateurs indépendants, telle que nous la calculons, est susceptible de différer de celle affichée dans les rapports annuels dans la mesure où ceux-ci considèrent fréquemment tout administrateur externe comme étant indépendant.

Pour la même année (2000), l'étude publiée par le cabinet Korn/Ferry pour la France indique que 92 % des entreprises du CAC 40 ont adopté au moins un comité, 87 % d'entre elles ayant un comité d'audit, 85 % un comité de rémunération et 59 % un comité de sélection. Le rapport de KPMG (2000) met quant à lui en évidence une diffusion moins rapide au sein des entreprises du SBF 120 hors CAC 40 puisque 56 % d'entre elles ont un des trois comités en 2000 contre 51 % en 1999, 46 % en 1998 et 34 % en 1997. Alors que Deli et Gillan (2000) trouvent que 91,4 % des entreprises cotées possédaient un comité d'audit dès 1977, les entreprises de notre échantillon n'en sont dotées en 2000 qu'à hauteur de 72 % d'entre elles. En moyenne, ces comités d'audit comportent 3,6 membres dont 23 % seulement sont indépendants et 57 % sont des administrateurs internes. Dans l'étude précitée de Deli et Gillan, le pourcentage de membres internes (définis comme les salariés ou anciens salariés de l'entreprise) n'est que de 9,2 %. Un comité de rémunération existe dans 66 % des entreprises de notre échantillon. Shivdasani et Yermack (1999) trouvent que 77,5 % des entreprises américaines s'étaient dotées d'un comité de sélection en 1994-1996. Dans notre échantillon, cette proportion n'est que de 30 %. La faiblesse de ce pourcentage peut toutefois s'expliquer par le fait que, de plus en plus souvent, les comités de rémunération assurent également les missions liées à la sélection.

4. Présentation des résultats

Dans cette section, les résultats des analyses univariées sont tout d'abord proposés puis nous présentons ceux des tests multivariés. La discussion porte ensuite sur l'interprétation que suggèrent ces résultats quant à la diffusion de la pratique des comités au sein des conseils d'administration des entreprises françaises cotées. Plus largement, nous soulevons un certain nombre de questions relatives à l'interprétation de la diffusion des standards anglo-saxons de gouvernance dans le cadre du débat sur la convergence des systèmes nationaux de gouvernance.

4.1. Analyse univariée

Le tableau 2 rend compte des résultats des tests de comparaisons de moyennes réalisés sur les entreprises de l'échantillon, ce dernier ayant été divisé en deux sous-échantillons : l'un composé des entreprises ayant adopté un comité au moins et l'autre de celles dépourvues de comité. Les comparaisons portent sur les variables représentatives de la structure de propriété et de la composition du conseil d'administration. Les coefficients de corrélation pour les variables expliquées et les variables de contrôle sont présentés au tableau 3. Le calcul des VIFs (*variance inflation factors*) a permis de s'assurer qu'il n'existait pas de problèmes de multi-collinéarité susceptible d'affecter les résultats. En effet, aucune variable ne présente de VIF excédant 3, soit une valeur très éloignée de la limite critique de 10 (Netter et *al.*, 1989).

En moyenne, les conseils d'administration des entreprises de l'échantillon se composent de 12 membres. 68 % d'entre eux sont des administrateurs internes et 12 % des externes affiliés. Seuls 19 % des administrateurs n'ont jamais entretenu de relations avec l'entreprise au conseil de laquelle ils siègent. Ces résultats sont cohérents avec ceux fournis par le rapport Korn/ferry pour la même année (2000)⁷. En revanche, ils contrastent nettement avec ceux de Denis et Sarin (1999) faisant état d'une proportion moyenne d'administrateurs indépendants variant de 40 à 60 % dans les conseils d'entreprises américaines. Dans l'échantillon, 75 % des entreprises confondent les fonctions de Président et de Directeur Général et 12 % ont un dirigeant qui est soit le fondateur de l'entreprise, soit un membre de sa famille.

⁷ Pour les seules entreprises du CAC 40 (donc celles qui sont les plus avancées dans l'adoption des bonnes pratiques de gouvernance), Korn/Ferry fournit les pourcentages suivants sur l'origine des administrateurs : liés à un actionnaire ou à un partenaire commercial : 45 % ; représentants du management : 19 % ; représentants d'une catégorie spécifique d'actionnaire (individuel ou minoritaire) : 1 % ; représentants des salariés : 7 % ; indépendants : 28 %.

Au regard de leurs homologues américaines, les entreprises qui composent notre échantillon ont un capital extrêmement concentré. Alors que Morck et al. (1988) trouvent un pourcentage de propriété managériale (approché par la part de capital détenue par les administrateurs) de 10,6 % en moyenne, ce taux est de 35,31 % dans notre étude. La très grande majorité des entreprises de l'échantillon (82 %) est caractérisée par la présence d'un détenteur de bloc siégeant au conseil d'administration. Par ailleurs, les investisseurs institutionnels, français ou étrangers, détiennent en moyenne 37,27 % du capital des entreprises étudiées.

Le tableau 2 fournit un certain nombre d'indices préliminaires relatifs à la relation existant entre la présence d'un comité et les diverses variables explicatives. Par exemple, on constate que les entreprises ayant adopté un comité ont une proportion d'administrateurs externes indépendants de 20 % alors que cette proportion est de 17 % chez celles n'ayant pas de comité. Toutefois, cette différence n'est pas statistiquement significative. Il en est de même si l'on considère chaque type de comité séparément. En ce qui concerne la proportion d'administrateurs internes, la différence entre les deux sous-échantillons est statistiquement significative de même qu'elle l'est si l'on considère uniquement l'existence d'un comité d'audit. Ce résultat est cohérent avec l'argument selon lequel les administrateurs internes sont susceptibles de ne pas s'opposer à la mise en place d'un comité de surveillance dans la mesure où celui-ci remplit une fonction purement esthétique. L'hypothèse 1c indique que la mise en place des comités est positivement liée à la taille du conseil. Les résultats relatifs à cette variable montrent que la différence de taille du conseil entre les deux principaux sous-échantillons (13,15 contre 9,3) est significative et qu'elle l'est aussi lorsqu'on raisonne pour chaque type de comité pris séparément.

Les tests de Student et de Mann-Whitney montrent que les variables «détenteur de bloc siégeant au conseil» et «capital détenu par les administrateurs» exercent toutes deux une influence négative et significative sur la mise en place des comités. En ce qui concerne la variable «détenteur de bloc externe», les tests mettent en évidence une différence faiblement significative aux niveaux de risque conventionnels entre les entreprises avec et celles sans comités. L'hypothèse 4 prédit que l'adoption d'un comité est plus probable lorsque les fonctions de Président et de Directeur Général sont séparées. Les résultats ne mettent pas en évidence de différences significatives entre les sous-échantillons. En revanche, c'est le cas pour la variable «confusion dirigeant/fondateur». Par exemple, dans les entreprises sans comité de sélection, le pourcentage de dirigeants qui sont aussi fondateurs de l'entreprise est de 26 %. Ce pourcentage tombe à 9 dans les entreprises ayant mis en place un comité de

sélection. La taille de l'entreprise est significativement supérieure lorsqu'il existe au moins un comité, ce qui est cohérent avec l'argument fondé sur la croissance des coûts d'agence avec la taille et le besoin accru de mécanismes de contrôle qui en résulte. Enfin, contrairement à notre hypothèse, la proportion d'entreprises appartenant à des secteurs d'activité réglementés est significativement plus importante parmi le sous-échantillon ayant adopté un comité au moins. Une explication partielle de ce résultat réside dans la présence, parmi ces entreprises, d'établissements de crédit soumis au règlement CRB 97.02. Celui-ci prévoit en effet un renforcement du contrôle interne et, quoiqu'il n'impose pas la création d'un comité d'audit, il comporte une disposition spéciale concernant le rôle de ce dernier (article 4c).

4.2. Analyse multivariée

Pour les besoins de l'analyse, nous construisons une variable indicatrice égale à un si l'entreprise possède un comité en particulier (ou l'un des comités au moins) et zéro dans les autres cas. Cette variable indicatrice joue le rôle de variable dépendante dans l'estimation du modèle logistique. Le tableau 4 présente les résultats des régressions logistiques concernant chacun des comités pris séparément d'une part et l'ensemble des comités d'autre part, vis-à-vis des variables explicatives. Deux modèles sont testés sur l'ensemble de l'échantillon.

Les résultats mettent en évidence l'incidence positive de la présence à la fois d'administrateurs externes indépendants et d'administrateurs internes sur la probabilité d'observer l'existence d'un comité de sélection. En ce qui concerne la relation positive avec la proportion d'administrateurs indépendants, elle est cohérente avec le rôle que la théorie de l'agence assigne à ces derniers : exercer un contrôle sur les dirigeants. Mettre en place un comité de sélection permet ainsi aux administrateurs externes indépendants de conforter leur réputation de surveillants efficaces de l'action managériale. Par ailleurs, il est clair que les dirigeants préfèrent un conseil d'administration favorablement disposé à leur endroit et que le contexte français, caractérisé par la domination des *insiders* au conseil (68 % dans notre échantillon), est propice au contrôle par le dirigeant du processus de sélection et de nomination. Ceci est d'autant plus vrai que le Président est, en France, fréquemment membre du comité de sélection⁸. Dans ces conditions, ce dernier n'a aucune indépendance et il ne saurait remplir correctement sa fonction.

Les résultats indiquent également que la taille du conseil d'administration est positivement liée à la spécialisation de ses membres qui s'opère avec l'apparition de comités.

Ceci conforte à la fois la perspective de l'agence associant taille croissante du conseil et nécessité de spécialisation de ce dernier pour en préserver l'efficacité et la perspective de la dépendance envers les ressources pour laquelle la disponibilité de ressources variées est une condition nécessaire à la spécialisation des membres du conseil d'administration. Comme nous l'avons déjà souligné, ces deux points de vue apparaissent largement complémentaires.

En ce qui concerne la propriété managériale, on peut constater que l'existence de comités est moins probable lorsqu'elle est élevée. Ici encore, ce résultat est cohérent avec le cadre théorique de l'agence selon lequel les actionnaires dominants sont fortement incités à contrôler la direction, ce qui rend moins nécessaire la mise en place de mécanismes comme les comités. Ce résultat peut aussi être interprété comme la manifestation d'un enracinement des dirigeants, dont la position au sein du conseil est suffisamment forte pour qu'ils puissent s'opposer à la mise en place de mécanismes de contrôle susceptibles de réduire leur latitude décisionnelle. En revanche, l'hypothèse selon laquelle la présence d'investisseurs institutionnels au capital favoriserait l'adoption des comités n'est pas confirmée. De même, l'existence d'une structure duale (fonctions de Président et de Directeur Général séparées) ne semble pas positivement associée à l'existence de comités. L'hypothèse 5 indique que lorsque le dirigeant est aussi le fondateur de l'entreprise, la probabilité d'observer l'existence de comités est moins élevée. Sur ce point, les résultats ne sont que faiblement significatifs. Enfin, les variables « taille de l'entreprise » et « appartenance à un secteur réglementé » présentent les coefficients les moins significatifs. Les hypothèses 6 et 7 ne sont pas confirmées.

5. Discussion

Considérés dans leur ensemble, les résultats confirment en partie l'interprétation de la mise en place des comités en termes de dispositif propre à réduire les coûts d'agence. Là où ces coûts sont moins élevés (cas des entreprises à capital concentré), le besoin de les instituer est moins grand. De même, lorsque la taille du conseil d'administration augmente, la mise en place de comités est à la fois plus faisable et plus utile dans la mesure où elle accroît l'efficacité du fonctionnement de cet organe. L'absence d'influence nette de la proportion d'administrateurs externes indépendants tend, pour sa part, à conforter l'interprétation de la création de comités dans le contexte français comme la mise en place d'un dispositif purement « cosmétique » visant à satisfaire de manière formelle aux exigences des codes de

⁸ Shivdasani et Yermack (1999) ont montré que lorsque tel était le cas dans les entreprises américaines, de même que lorsqu'il n'existe pas de comité de sélection, la probabilité que le conseil soit indépendant de la direction est

bonnes pratiques de gouvernance. Ce résultat est homogène avec celui obtenu par Menon et Williams (1994) sur un échantillon de firmes américaines ayant mis en place un comité d'audit. Suspectant que la seule création d'un tel comité n'implique pas que celui-ci fonctionne effectivement de façon efficace, les auteurs étudient l'activité de ces comités en essayant de la relier à l'intensité des besoins de contrôle dans l'entreprise. Ils mettent en évidence une absence quasi-totale de liens entre les deux catégories de variables. Il est cependant surprenant, dans la perspective que nous avons adoptée- celle d'une recherche de légitimité par les entreprises françaises vis-à-vis des institutionnels anglo-saxons- de ne pas retrouver d'influence positive de la variable « part des investisseurs institutionnels dans le capital » sur la création de comités. Quoique cohérente avec les résultats de Saada (1998) qui ne retrouve pas non plus d'influence des fonds de pension étrangers sur la création d'un comité d'audit, cette absence de caractère significatif est troublante. Pour sa part, Thiery-Dubuisson (2002) a pu mettre en évidence l'influence des investisseurs anglo-saxons sur la mise en place d'un comité d'audit par 100 entreprises du SBF 120 au cours de la période 1995-1998.

Même en l'absence de mise en évidence d'une influence significative des investisseurs institutionnels anglo-saxons sur l'adoption des comités de surveillance par les entreprises françaises cotées, on ne peut qu'être frappé de la rapidité avec laquelle la pratique des comités se répand en France. Pourtant, ainsi que nous l'avons montré, le fonctionnement de ces comités, tel qu'il découle du droit des sociétés français, est incompatible avec les missions qui lui sont généralement attribuées et leur composition même, caractérisée par la domination des *insiders*, en limite grandement l'intérêt. On touche ici aux limites de la convergence formelle entre systèmes nationaux de gouvernance, telle que l'appellent de leurs vœux certains auteurs en gouvernance comparée (La Porta et al., 1998). L'exemple de la transplantation des comités de surveillance en France, sur le modèle anglo-saxon, montre en effet qu'une telle opération est très délicate à mener pour deux raisons. D'abord parce qu'une règle de droit n'est pas autonome : elle s'inscrit dans un système juridique. Clairement, dans notre exemple, en l'absence d'une modification significative de la conception du conseil d'administration par le droit des sociétés français, il est vain de chercher à reproduire le modèle anglo-saxons des comités. Ensuite, parce que même si le système juridique autorise un processus de répliation à l'identique de la règle de droit importée, les dirigeants affectés par ce changement institutionnel vont chercher à opérer un découplage entre la structure formelle de contrôle et

de 0,28 contre 0,55 lorsque le dirigeant n'est pas impliqué dans le processus de sélection.

son fonctionnement réel⁹. Un tel découplage, ainsi que l'ont montré Meyer et Rowan (1977) permet en effet de concilier souplesse organisationnelle (ici, sous forme de latitude managériale) et légitimité. Considérée sous cet angle, la recherche d'une convergence formelle des systèmes de gouvernance apparaît comme une démarche extrêmement naïve.

Références bibliographiques

- Allouche J. et Amann B. (2002), "L'actionnaire dirigeant de l'entreprise familiale", *Revue Française de Gestion*, vol. 28, n° 141, pp. 109-130.
- Anderson R. C. et Bizjak J.M. (2003), "An Empirical Examination of the Role of the CEO and the Compensation Committee in Structuring Executive Pay", *Journal of Banking and Finance*, vol. 27, n° 7, pp. 1323-1348.
- Arthur N. (2001), "Board Composition as the Outcome of an Internal Bargaining Process: Empirical Evidence", *Journal of Corporate Finance*, 7, pp. 307-340.
- Berlioz G. (1995), "Peut-on s'inspirer de l'exemple anglo-saxon en matière de comités d'audit ?", Colloque EFE *La Corporate Governance*, 10 mai, p. 19.
- Banque de France (2002), "Les placements en valeurs mobilières des agents économiques au troisième trimestre 2001", *Bulletin de la Banque de France*, n° 98.
- Bouton D. (2002), Pour un meilleur gouvernement des entreprises cotées, AFEP-MEDEF.
- Braiotta L. et Sommer A.A. (1987), *The Essential Guide to Effective Corporate Board Committees*, Englewood Cliffs, N.J., Prentice-Hall.
- Charreaux G. (1991), "Structure de propriété, relation d'agence et performance financière", *Revue Economique*, 42, pp. 521-552.
- Charreaux G. et Pitol-Belin J.P. (1990), *Le conseil d'administration*, Vuibert. Paris.
- Conyon M.J. et Peck S.I. (1998), "Board Control, Remuneration Committees, and Top Management Compensation", *Academy of Management Journal*, 41, pp. 146-157.
- Couret A. (1998), "Gouvernement d'entreprise, les comités spécialisés dans le contexte français", *Cahiers de l'audit*, n° 3, CNCC, pp. 8-12.
- Daily C.M. et Dalton D.R. (1993), "Board of Directors Leadership and Structure: Control and Performance Implications", *Entrepreneurship Theory and Practice*, 17, pp. 65-81.
- Del Guercio D. et Hawkins J. (1999), "The Motivation and Impact of Pension Fund Activism", *Journal of Financial Economics*, 52, pp. 293-340.
- Deli D.N. et Gillan S.L. (2000), "On the Demand for Independent and Active Audit Committees", *Journal of Corporate Finance*, 6, pp. 427-45.
- Denis D. J. et Sarin A. (1999), "Ownership and Board Structure in Publicly Traded Corporations", *Journal of Financial Economics*, 52, pp. 187-223.
- Faccio M. et Lang L. (2002), "The Ultimate Ownership of Western European Corporations", *Journal of Financial Economics*, vol. 65, n° 3, pp. 365-395.
- Fama E. et Jensen M.C. (1983), "Separation of Ownership and Control", *Journal of Law and Economics*, 26, pp. 301-25.

⁹ Plusieurs exemples de découplage des institutions de gouvernance d'entreprise ont été analysés par Westphal (1998, 2001).

- Harrison J.R. (1987), "The Strategic Use of Corporate Board Committees", *California Management Review*, 30, pp. 109-125.
- Jefferis E. et Plihon D. (2002), *La montée en puissance des fonds d'investissement: quel enjeux pour les entreprises?*, La documentation française, Paris.
- Jensen M.C. (1993), "The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems", *Journal of Finance*, XLVII, 3, pp.831-80.
- Jensen M.C. et Meckling W.H. (1976), "Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics*, vol. 3, pp. 305-360.
- Klein A. (1998), "Firm Performance and Board Committee Structure", *Journal of Law and Economics*, XLI, pp. 275-303.
- Korn/Ferry International (2000), *Gouvernement d'entreprise 2000: deux visions de la démocratie d'entreprise, la France et l'Allemagne*.
- La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A. et Vishny R. (1998), "Law and Finance", *Journal of Political Economy*, 106, pp. 1113-1155.
- Le Joly K. et Moingeon B. (2001), "Corporate Governance ou gouvernements d'entreprise ?" in K. Le Joly et B. Moingeon (éds), *Gouvernement d'entreprise : débats théoriques et pratiques*, Ellipses, Paris.
- Le Joly K. et Nioche J-P. (2001), "L'implication du conseil d'administration dans la formation de la stratégie", in K. Le Joly et B. Moingeon (éds), *Gouvernement d'entreprise : débats théoriques et pratiques*, Ellipses, Paris.
- Mak Y.T. et Li Y. (2001), "Determinants of Corporate Ownership and Board Structure: Evidence from Singapore", *Journal of Corporate Finance*, vol. 7, n° 3, pp. 235-256.
- Menon K. et Williams J.D. (1994), "The Use of Audit Committees for Monitoring", *Journal of Accounting and Public Policy*, n° 13, pp. 121-139.
- Meyer J.W. et Rowan B. (1977), "Institutionalized Organizations: Formal Structure as Myth and Ceremony", *American Journal of Sociology*, 83, pp. 340-363.
- Morck R., Shleifer A. et Vishny R., (1988), "Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis", *Journal of Financial Economics*, 20, pp. 293-316.
- Morin F. et Rigamonti E. (2002), "Evolution et structure de l'actionnariat en France", *Revue Française de Gestion*, vol. 28, n° 141, pp. 155-181.
- Netter J., Wasserman W. et Kutner M.H. (1989), *Applied regression models*, Homewood, IL: Richard D. Irwin.
- O'Sullivan N. (2000), "The Impact of Board Composition and Ownership on Audit Quality: Evidence from Large UK Companies", *British Accounting Review*, 32, pp. 397-414.
- Pfeffer J. et Salancik G.R. (1978), *The External Control of Organizations: A Resource-Dependence Perspective*, New York: Harper & Row.
- Saada T. (1998), "Les comités d'audit en France: un an après le rapport Viénot", *Finance-Contrôle-Stratégie*, vol. 1, n° 3, pp. 159-184.
- Shivdasani A. et Yermack D. (1999), "CEO Involvement in the Selection of New Board Members: An Empirical Analysis", *Journal of Finance*, vol. 54, n° 5, pp.1829-1853.
- Thiery-Dubuisson S. (2002), "Exigences actionnariales et réseaux d'administrateurs: à quoi répond la mise en place des comités d'audit en France ?", *Comptabilité-Contrôle-Audit*, vol. 1, n° 8, pp. 129-150.
- Viénot M. (1995), *Le conseil d'administration des sociétés cotées*, AFEP-MEDEF.
- Viénot M. (1999), *Rapport sur le gouvernement d'entreprise*, AFEP-MEDEF.
- Zajac E.J. et Westphal J.M. (1994), "The Costs and Benefits of Managerial Incentives and Monitoring in Large US Corporations: When Is More not Better? ", *Strategic Management Journal*, 15, pp. 121-142.

ANNEXE 1

Tableau 2. Tests de comparaison de moyennes

	Moyennes globales (médiane)	Ecart- type	Moyennes par sous- échantillons		Moyennes par sous-échantillons					
					Tous types de comités confondus			Comité d'AUDIT		
			Non- Adoption	Adoption	t stat (p-value)	Mann- Whitney U	Non- Adoption	Adoption	t-test (p-value)	Mann- Whitney U
Taille CA	12.07 (12.00)	4.03	8.93	13.03	-5.298 (0.000)	532.0 (0.000)	9.34	13.15	-5.208 (0.000)	671.5 (0.000)
% administrateurs ext. indépendants	0.19 (0.19)	0.15	0.17	0.20	-0.899 (0.371)	1028.5 (0.226)	0.16	0.20	-1.206 (0.230)	1143.0 (0.139)
% administrateurs internes	0.68 (0.71)	0.21	0.76	0.66	2.375 (0.019)	886.0 (0.033)	0.75	0.65	2.444 (0.016)	1024.0 (0.028)
Détenteur de bloc au CA	0.82 (1.00)	0.39	0.96	0.77	3.373 (0.001)	1054.5 (0.023)	0.97	0.76	3.874 (0.000)	1165.5 (0.007)
Propriété managériale	35.31 (31.20)	27.45	50.77	30.41	3.460 (0.001)	617.5 (0.001)	49.59	29.30	3.710 (0.000)	714.5 (0.001)
Inv. institutionnels	37.27 (31.50)	28.16	25.49	40.12	-1.833 (0.071)	332.5 (0.088)	26.93	40.42	-1.806 (0.075)	397.5 (0.108)
Confusion Pdt/DG (dummy)	0.75 (1.00)	0.44	0.72	0.76	-0.335 (0.738)	1320.5 (0.736)	0.74	0.75	-0.082 (0.935)	1529.0 (0.935)
Confusion dirigeant Fondateur (dummy)	0.21 (0.00)	0.41	0.58	0.10	4.579 (0.000)	606.5 (0.000)	0.48	0.11	3.870 (0.000)	811.5 (0.000)
Taille entreprise	15.40 (15.39)	1.97	14.04	15.83	-4.606 (0.000)	637.0 (0.000)	14.19	15.89	-4.640 (0.000)	745.0 (0.000)
Secteur réglementé	0.24 (0.00)	0.43	0.10	0.29	-2.475 (0.016)	1112.5 (0.045)	0.11	0.30	-2.472 (0.015)	1261.0 (0.036)

Tableau 2 (suite)

	Moyennes par sous-échantillons				Moyennes par sous-échantillons			
	Comité de REMUNERATION				Comité de SELECTION			
	Non-Adoption	Adoption	t- test (p-value)	Mann-Whitney U	Non-Adoption	Adoption	t-test (p-value)	Mann-Whitney U
Taille du CA	9.51	13.35	-5.515 (0.000)	713.0 (0.000)	11.38	13.65	-2.949 (0.004)	1081.0 (0.005)
% administrateurs ext. indépendants	0.19	0.19	0.080 (0.936)	1468.0 (0.934)	0.18	0.22	-1.572 (0.119)	1152.0 (0.070)
% administrateurs internes	0.71	0.67	0.979 (0.330)	1309.0 (0.308)	0.69	0.66	0.835 (0.406)	1298.0 (0.344)
Détenteur de bloc au CA	0.90	0.78	1.860 (0.066)	1400.0 (0.097)	0.89	0.64	2.905 (0.006)	1139.5 (0.001)
Propriété des membres du CA	46.18	29.43	3.101 (0.002)	811.5 (0.002)	39.11	24.97	2.426 (0.017)	805.0 (0.018)
Investisseurs institutionnels	26.74	41.22	-2.051 (0.044)	421.5 (0.057)	37.87	36.23	0.244 (0.808)	651.0 (0.711)
Confusion Pdt/DG (dummy)	0.71	0.77	-0.692 (0.490)	1564.0 (0.488)	0.71	0.84	-1.632 (0.106)	1386.5 (0.134)
Confusion dirigeant/ Fondateur (dummy)	0.50	0.07	4.989 (0.000)	817.0 (0.000)	0.26	0.09	2.459 (0.016)	1141.5 (0.040)
Taille de l'entreprise	14.19	16.01	-5.297 (0.000)	790.5 (0.000)	15.06	16.19	-3.030 (0.003)	1054.5 (0.004)
Secteur réglementé	0.12	0.30	-2.399 (0.018)	1371.0 (0.033)	0.24	0.24	0.011 (0.991)	1589.5 (0.991)

Tableau 3. Matrice de corrélation

	TCA	AEI	AI	DBCA	PCA	II	PDG	PDGF	TE	SR
Taille du CA (TCA)	1.000									
% administrateurs ext. Indépendants (AEI)	-0.068 (0.468)	1.000								
% administrateurs internes (AI)	-0.018 (0.848)	-0.716 (0.000)	1.000							
Détenteur de bloc au CA (DBCA)	-0.185 (0.042)	-0.383 (0.000)	0.438 (0.000)	1.000						
Propriété membres du CA (PCA)	-0.140 (0.150)	-0.316 (0.001)	0.327 (0.001)	0.441 (0.000)	1.000					
Investisseurs Institutionnels (II)	0.294 (0.010)	-0.018 (0.882)	0.123 (0.300)	-0.170 (0.143)	0.002 (0.989)	1.000				
Confusion Pdt/DG (PDG)	0.070 (0.441)	0.084 (0.370)	0.128 (0.168)	0.018 (0.846)	0.046 (0.640)	0.089 (0.442)	1.000			
Confusion dirigeant/ Fondateur (PDGF)	-0.408 (0.000)	-0.061 (0.527)	0.283 (0.003)	0.228 (0.014)	0.106 (0.290)	-0.207 (0.081)	0.101 (0.282)	1.000		
Taille de l'entreprise (TE)	0.683 (0.000)	-0.048 (0.607)	-0.158 (0.090)	-0.288 (0.001)	-0.220 (0.023)	0.106 (0.361)	-0.101 (0.269)	-0.483 (0.000)	1.000	
Secteur réglementé (SR)	0.321 (0.000)	-0.219 (0.018)	0.182 (0.049)	-0.027 (0.768)	0.133 (0.170)	0.202 (0.071)	0.068 (0.454)	-0.256 (0.006)	0.346 (0.000)	1.000

Tableau 4. Analyses multivariées

Variable	Audit		Rémunération		Sélection		Tous comités	
	Modèle 1	Modèle 2	Modèle 1	Modèle 2	Modèle 1	Modèle 2	Modèle 1	Modèle 2
Constante	7.640 (0.711)	3.753 (0.866)	-4.933 (0.305)	-4.000 (0.355)	-7.853 (0.156)	-7.773 (0.128)	2.187 (0.745)	7.982 (0.819)
Taille CA	0.380 (0.043)	0.211 (0.052)	0.166 (0.188)	0.125 (0.210)	0.337 (0.041)	0.248 (0.032)	0.415 (0.039)	0.252 (0.046)
% administrateurs ext. indépendants	6.408 (0.322)	-1.727 (0.596)	2.118 (0.542)	-0.196 (0.944)	7.213 (0.082)	6.343 (0.116)	3.755 (0.557)	-3.239 (0.372)
% administrateurs internes	-4.351 (0.269)	-3.450 (0.186)	-0.590 (0.819)	0.828 (0.700)	7.106 (0.032)	7.739 (0.026)	-3.323 (0.419)	-3.408 (0.242)
Détenteur de bloc au CA	-6.385 (0.872)	-7.059 (0.746)	1.310 (0.285)	1.162 (0.288)	-1.507 (0.153)	-1.847 (0.065)	-6.487(0.869)	-7.941 (0.817)
Propriété des membres du CA	-0.024 (0.189)	-0.035 (0.009)	-0.017 (0.234)	-0.037 (0.005)	-0.017 (0.243)	-0.015 (0.325)	-0.025 (0.211)	-0.049 (0.004)
Investisseurs institutionnels	0.018 (0.304)		0.012 (0.354)		-0.014 (0.249)	-0.014 (0.236)	0.011 (0.534)	
Confusion Pdt/DG (dummy)	-0.074 (0.946)	1.226 (0.102)	0.850 (0.286)	0.744 (0.269)	0.876 (0.337)	0.850 (0.352)	0.941 (0.406)	1.598 (0.068)
Confusion dirigeant/ Fondateur (dummy)	0.548 (0.692)	0.032 (0.968)	-1.577 (0.129)	-2.127 (0.009)	-0.283 (0.704)		-0.011 (0.994)	-1.153 (0.197)
Taille de l'entreprise	-0.166 (0.669)	0.326 (0.223)	0.219 (0.475)	0.197 (0.424)	-0.163 (0.249)	-0.067 (0.797)	-0.164 (0.698)	0.172 (0.572)
Secteur réglementé		1.100 (0.176)		0.417 (0.563)		-0.485 (0.573)		0.823 (0.358)
Nagelkerke R ²	0.609	0.513	0.396	0.486	0.406	0.422	0.564	0.559
Model χ^2	36.827 (0.000)	43.426 (0.000)	24.059 (0.004)	42.217 (0.000)	22.588 (0.007)	24.769 (0.003)	31.261 (0.000)	45.403 (0.000)

