



Conseils d'administration et performance des sociétés cotées

Sandra Cavaco (*Paris II, LEM*)

Edouard Challe (*Polytechnique, CNRS*)

Patricia Crifo (*Polytechnique, Paris Ouest, Economix*)

Antoine Rebérioux (*Paris Ouest, Economix*)

Atelier “Gouvernance et engagement actionnarial”

Chaire FDIR, 22 février 2012

- Code du commerce, art. L225.35: « *Le CA détermine les orientations de l'activité de la société et veille à leur mise en œuvre. [...] il se saisit de toute question intéressant la bonne marche de la société et règle par ses délibérations les affaires qui la concernent. Le Conseil d'Administration procède aux contrôles et vérifications qu'il juge opportun* »
- Scandales de l'ère Enron, crise des *subprimes*: responsabilité du CA souvent pointée
 - Depuis plus de deux décennies, débat sur l'importance du CA en matière de gouvernance

- Recherches abondantes sur composition du CA et son impact sur la performance
- Un thème ultra-dominant: **l'indépendance**
- Cf. pression institutionnelle
 - Code gouvernance
 - Activisme actionnarial
 - Règles de place
 - Droit des sociétés (e.g. SOX Act, 2002)

- Sur données d'entreprises US, résultats peu probants. Cf. Bhagat, Bolton and Romano (2008): “*Board independence [...] is negatively and significantly related to contemporaneous, next year’s, and next two years’ operating performance. This result is surprising, especially considering the recent emphasis that has been placed on board independence by the stock exchanges’ amended listing requirements post-Enron; however, it is consistent with prior literature on boards*” (p.1850)

Spécificité US?

- Rapport annuel de l'AMF *Le gouvernement d'entreprise des sociétés cotées*: information sur l'indépendance des conseils, suivant la définition adoptée par le Rapport Bouton.
 - Indépendance déclarée
- Un cabinet spécialisé dans la mesure (indépendante) de l'indépendance: **Proxinvest**
 - Activité de conseil aux investisseurs en matière de vote lors des AG

Un administrateur d'une société X est qualifié d'« **indépendant** » si et seulement si :

- il n'est pas membre du CA depuis un certain nombre d'années: 12 ans ou plus pour Bouton, 9 ans pour Proxinvest
- il n'est pas membre de la direction de X ou d'une société affiliée, depuis au moins 5 ans
- il n'est pas salarié de X ou d'une société affiliée, depuis un certain nombre d'années.
- il n'est pas membre de la direction d'une société dans laquelle un membre de la direction de X siège au conseil d'administration.
- il n'est pas actionnaire de référence de X (détenteur d'un bloc de contrôle). Bouton: 10% du capital ; Proxinvest : 3% des droits de vote.
- il n'est pas en relation d'affaires ni avec X comme personne morale, ni avec un membre de la direction de X, ni avec une société affiliée à X (auditeur, banquier d'affaire, banquier de financement, etc.).

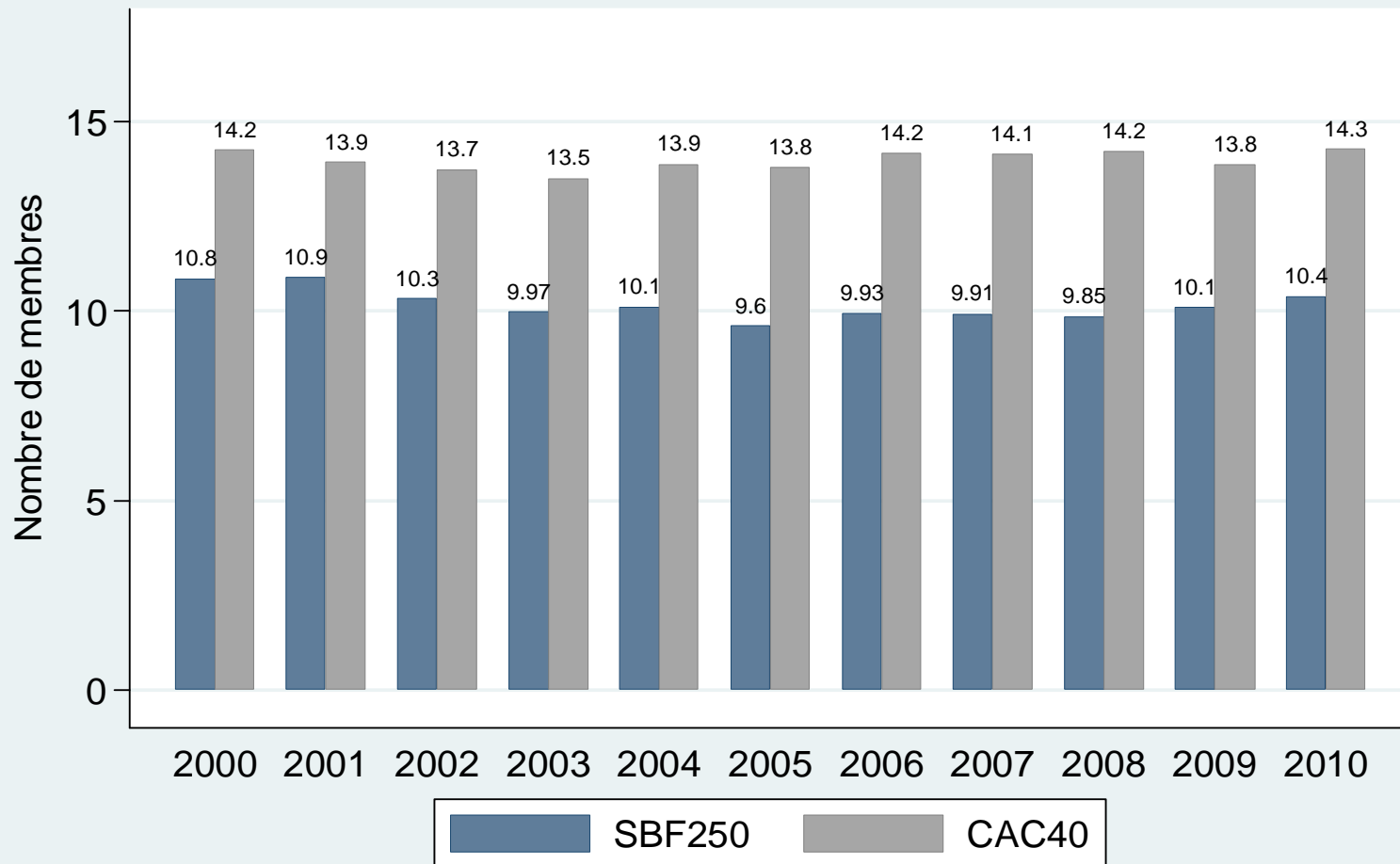
Description du panel


Annee	Nombre de sociétés	% du total	Nombre de sociétés du SBF250	% du SBF250
2000	148	6,12	118	47,2
2001	166	6,86	135	54
2002	179	7,4	148	59,2
2003	179	7,4	163	65,2
2004	193	7,98	168	67,2
2005	215	8,89	187	74,8
2006	230	9,51	207	82,8
2007	261	10,79	223	89,2
2008	283	11,7	233	93,2
2009	289	11,95	238	95,2
2010	276	11,41	228	91,2
Total	2,419	100.00	2048	

- Echantillon utilisé pour les statistiques descriptives: sociétés appartenant au SBF250 de l'année en cours (utilisation de l'échantillon large ne change rien)
 - 281 firmes, 2048 observations
 - 3992 administrateurs

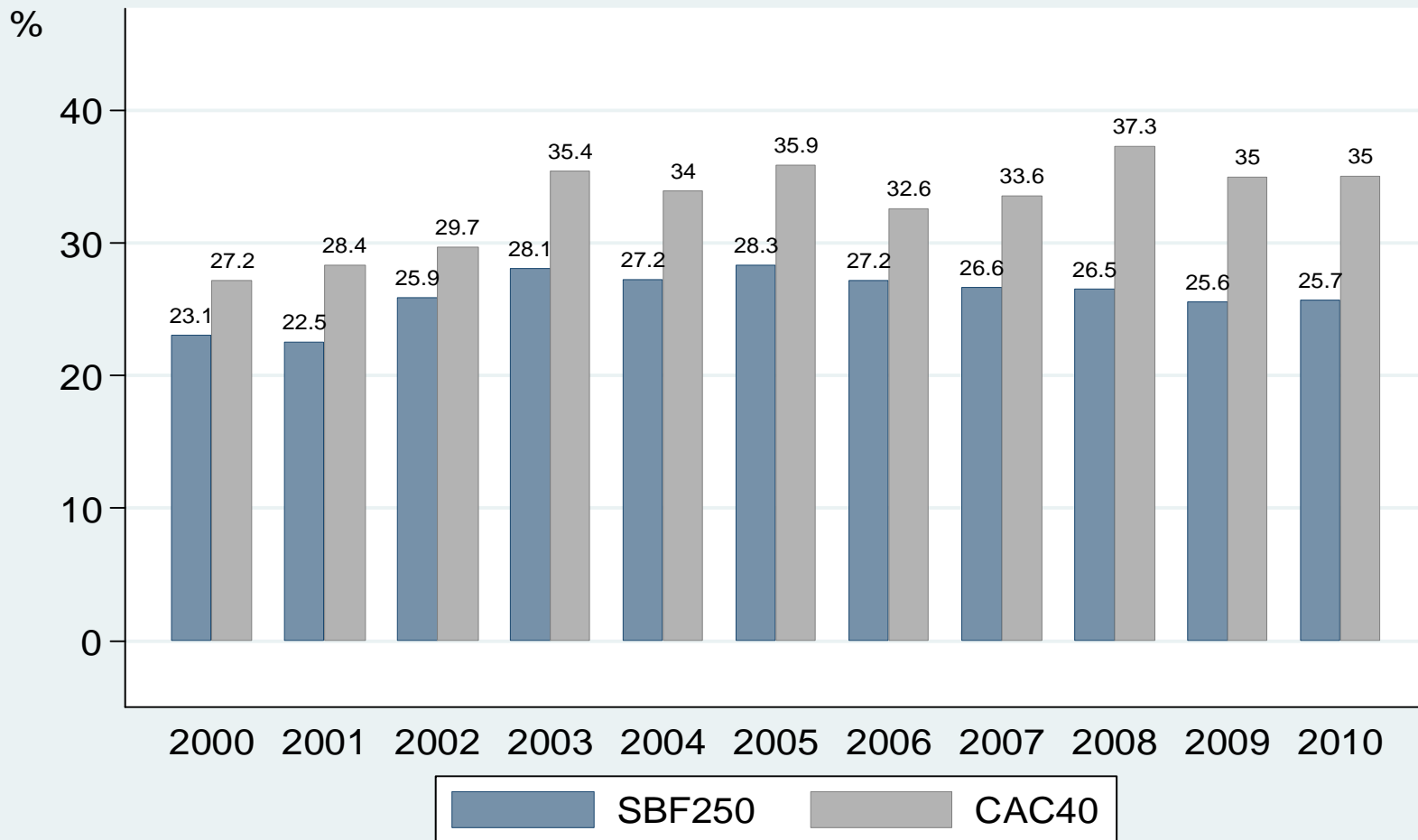
	Nombre	%
société	386	9.67
homme	3177	79.58
femme	371	9.29
miss	58	1.45
Total	3992	100.00

Graphique 3: évolution de la taille des conseils
2000-2010

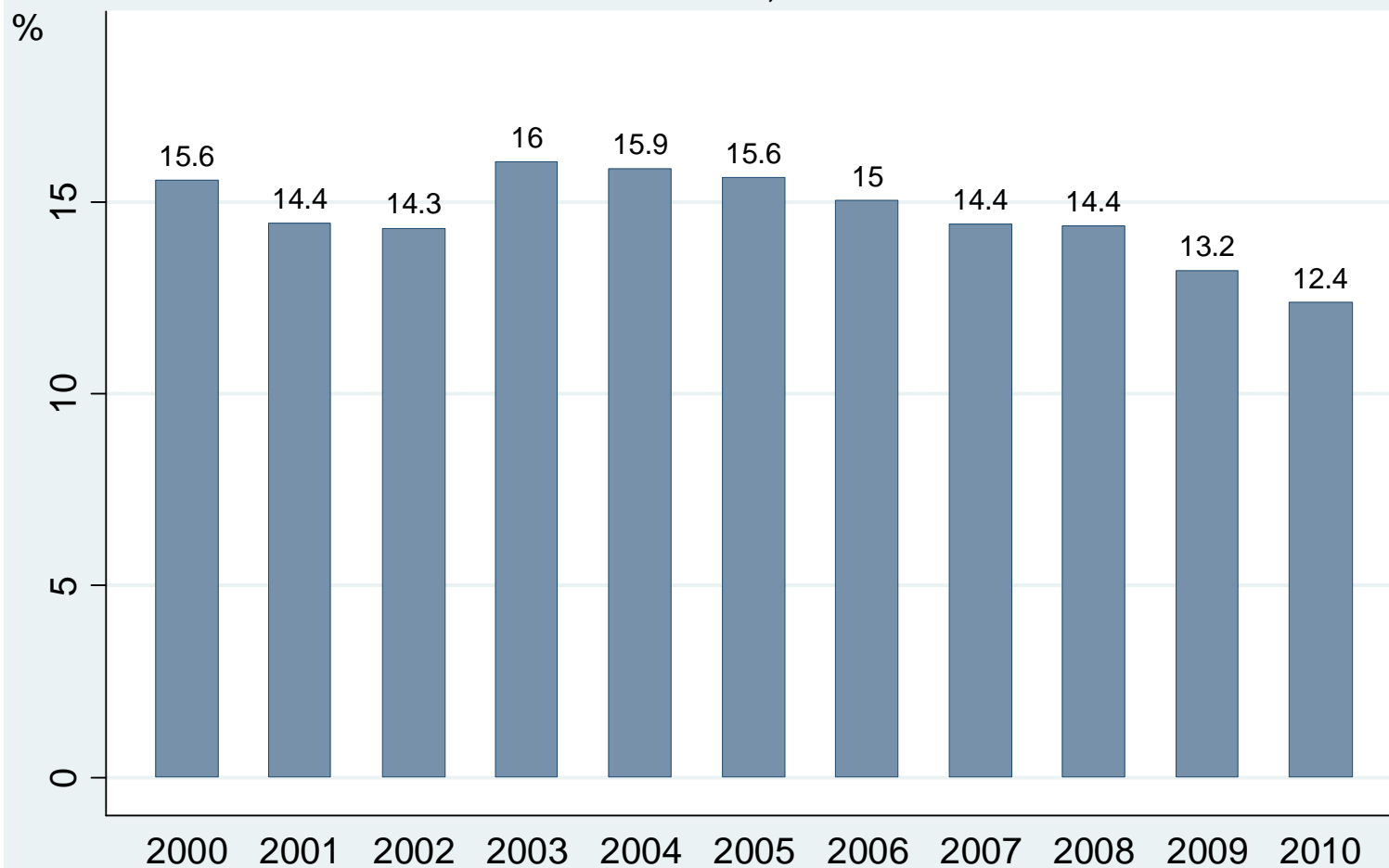


- 
- Comparaison mesure de l'indépendance (sample: 60 sociétés du SBF120, 2009):
 - Rapport de l'AMF 2010: 55%
 - Proxinvest: 34%

Graphique 4: évolution de l'indépendance 2000-2010



Graphique 5: évolution de la part d'insiders
2000-2010, SBF250



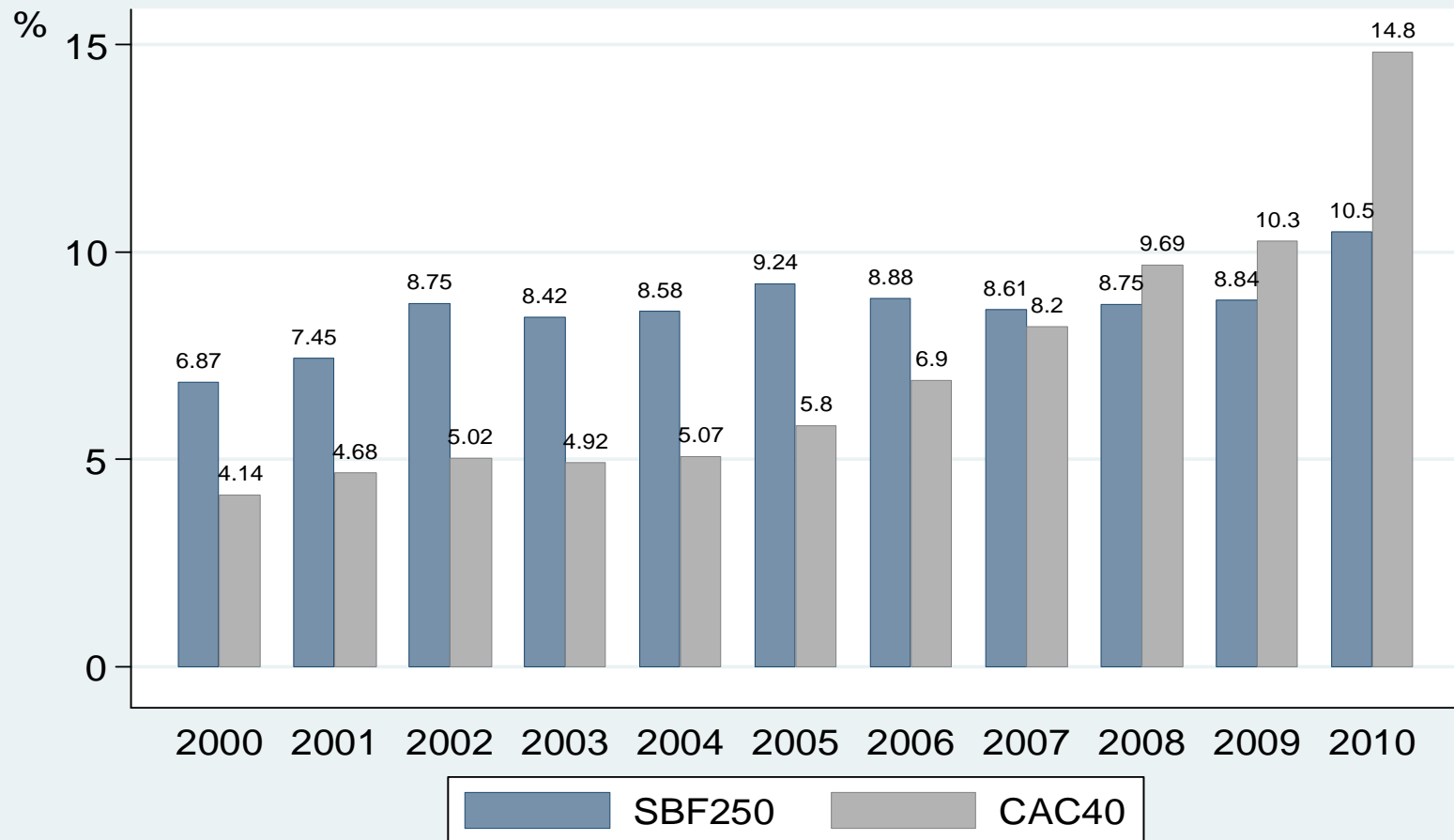
Analyse économétrique de la taille du conseil et du % d'indépendants

	Taille du conseil	%	d'indépendants
log effectif	0,74 *** (-0,04)		0,00 (0,00)
cac40	2,18 *** (-0,24)		0,07 *** (0,01)
CS	-1,02 *** (-0,16)		0,05 *** (0,01)
Indicatrice année	oui		oui
Indicatrice secteur	oui		oui
R ²	0,41		0,07
Observations	2123		2123

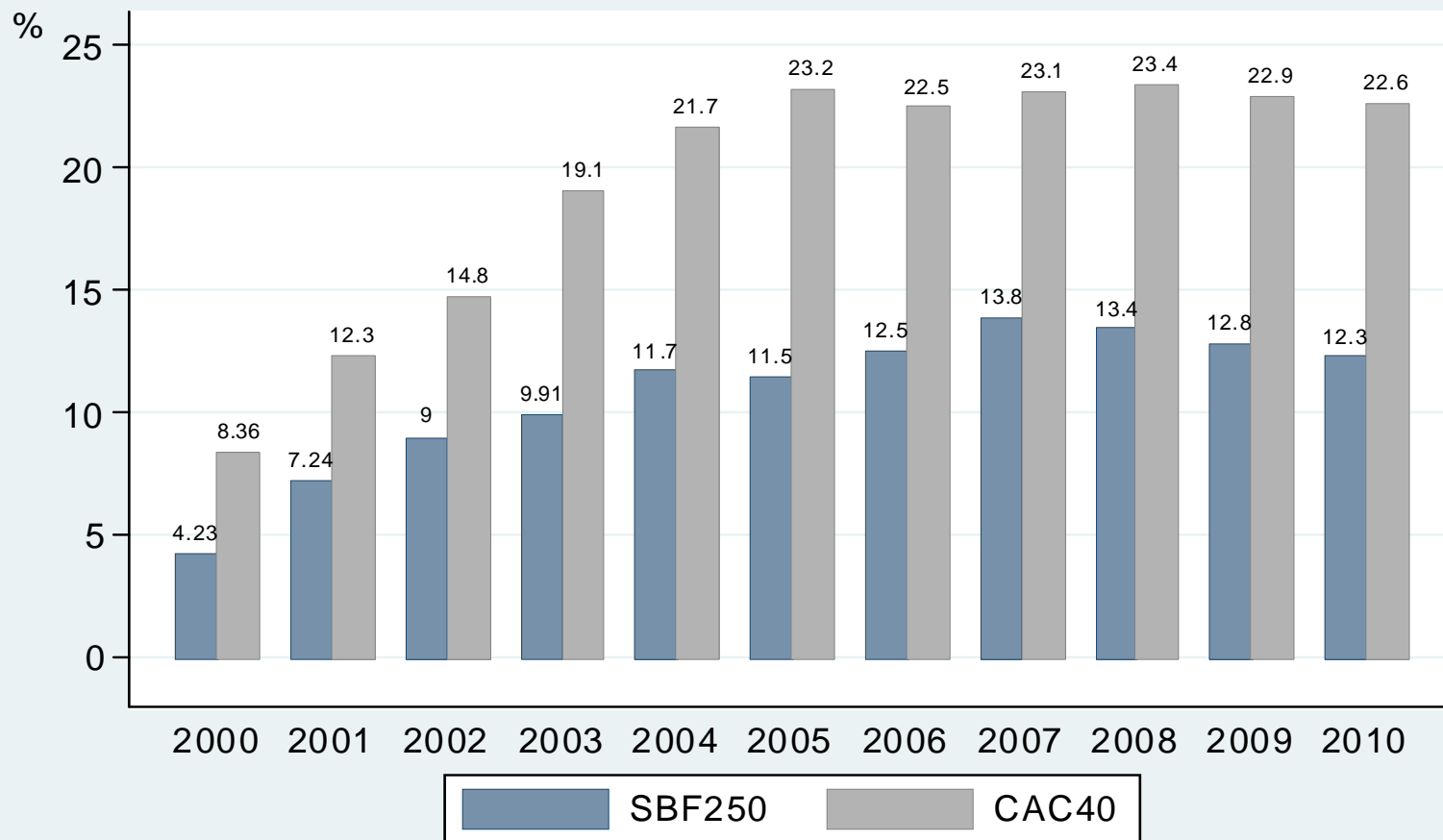
***: significatif au seuil de 1%

CS = 1 si la société est à conseil de surveillance

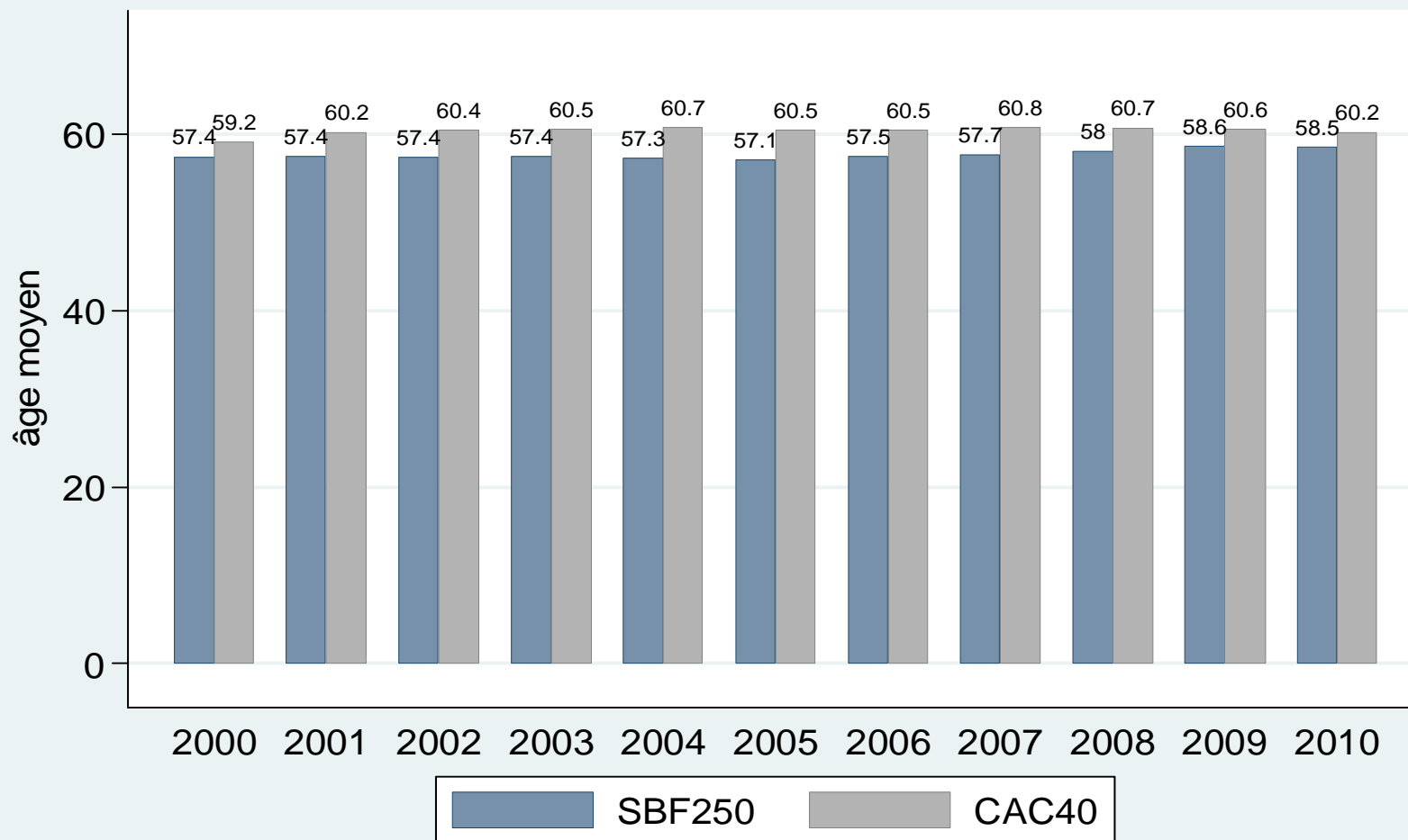
Graphique 6: évolution de la part des femmes
2000-2010



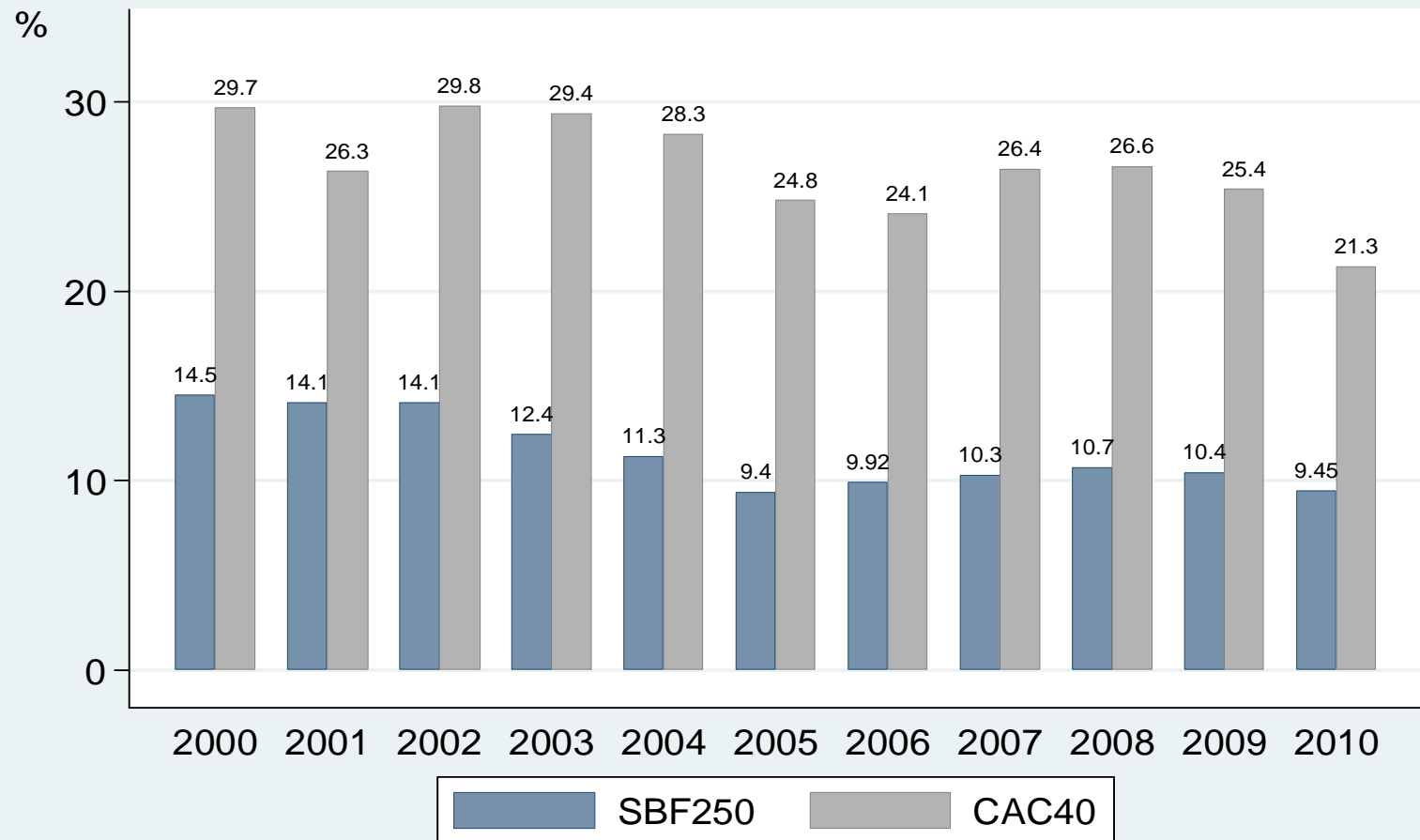
Graph 7: évolution de la part d'étrangers
2000-2010



Graphique 8: évolution de l'âge moyen des conseils
2000-2010



Graphique 9: % d'adm. avec deux mandats ou plus
2000-2010




Estimations économétriques

- Relations indicateurs de performance / composition des conseils d'administration, période 2003-2010
- Echantillon large (échantillon plus étroit ne change pas les résultats)
- Variables de performance: rentabilité financière (ROE), rentabilité économique (ROA), Q de Tobin (log)
- Variables 'Conseil': % indépendants, % insiders, % femmes, % étrangers, indicatrices cumul (1, 2, 3 et +), % de moins de 40 ans, % de plus de 60 ans, taille du conseil
- Variables de contrôle: effectif (log), levier financier, R&D/total des ventes, secteur d'activité, CAC40
- Suppression des centiles extrêmes pour ROE, ROA et logQ

	(1) ROE	(2) ROE	(3) ROE	(4) ROA	(5) ROA	(6) ROA
% indépendants	-0,094 *** (0,026)	-0,112 *** (0,030)	-0,047 (0,034)	-0,020 ** (0,009)	-0,020 ** (0,010)	-0,000 (0,010)
% insiders	-0,031 * (0,031)	-0,046 (0,044)	-0,019 (0,049)	-0,000 (0,011)	0,007 (0,013)	0,016 (0,015)
% femmes	0,069 (0,045)	0,060 (0,063)	-0,006 (0,065)	0,027 * (0,016)	0,014 (0,020)	-0,015 (0,023)
% étrangers	-0,085 ** (0,037)	-0,088 * (0,051)	0,058 (0,056)	-0,045 *** (0,013)	-0,056 *** (0,016)	-0,002 (0,018)
Observations	1711	1711	1381	1703	1442	1368
Sample	A	A	A	A	A	A
Indic. année	Oui	Oui	Oui	Oui	Oui	Oui
Effets fixes	Non	Oui	Oui	Non	Oui	Oui
Lags	Non	Non	Oui	Non	Non	Oui

- Corrélation négative entre la part d'indépendants et la performance 'comptable'
- N'est pas liée à un problème d'hétérogénéité non observée (sur des caractéristiques invariantes des sociétés): cf. modèles à effets fixes
- En revanche, tient probablement plus à une causalité allant de la performance vers la composition du CA: lorsque l'on introduit des retards, la corrélation disparaît (cf. modèles 3 et 6)
- En cas de performance détériorée, les entreprises accroissent la part d'indépendants pour rassurer le marché
- Indice en ce sens: corrélation négative n'apparaît pas sur la performance en valeur de marché (Q de Tobin): l'indépendance est valorisée par les investisseurs

- Depuis quelques années, question de l'**expertise** gagne du terrain
- Nouvelle réglementation demandant que certains administrateurs aient une 'expertise' ou une 'compétence particulière' en matière comptable et/ou financière
 - SOX Act 2002 et Combined code 2003
 - 8e Directive Européenne (droit français déc. 2008)
- Livre vert de la Commission (2011) *Le cadre de la gouvernance d'entreprise dans l'UE* : « La **diversité** des profils et des parcours de ses membres permet au conseil d'administration de s'appuyer sur un large éventail de valeurs, de points de vue et de compétences [...]. La diversité nourrit le débat, favorise la vigilance et relève les enjeux au sein du conseil d'administration » (p.6).

- 
- Cette diversité est déclinée en trois domaines :
 - Diversité internationale
 - Diversité hommes femmes
 - Diversité professionnelle
 - Traitement de la totalité des CV des administrateurs du SBF120, 2009-2011.