

# **Jeux de pouvoir : l'(in)stabilité de la gouvernance des sociétés cotées françaises (1997-2008)**

**Résumé :** La stabilité de la structure de gouvernance est un élément majeur conditionnant l'efficacité du gouvernement de l'entreprise. Cet article a pour objectif d'analyser les variables influençant la stabilité de la structure de gouvernance des sociétés cotées françaises. Nos résultats basés sur une étude quantitative longitudinale (1998-2008) montrent que la stabilité de la structure de gouvernance est liée au degré d'enracinement du dirigeant, à l'identité des actionnaires et au contexte de performance.

**Mots-clés :** gouvernement d'entreprise – conseil d'administration – conseil de surveillance –  
directoire – modèle double hurdle avec bootstrap sur données en panel

## Introduction

L'exercice de la fonction de contrôle est essentiel dans le gouvernement d'entreprise et dépend directement à la fois de la structure formelle de gouvernance mais également de sa stabilité. Le courant « disciplinaire »<sup>1</sup> du gouvernement d'entreprise en fait un élément central du contrôle et de la performance des dirigeants [Charreaux 1997], en complément de la rémunération et du marché des prises de contrôle [Fama et Jensen 1983]. Depuis le rapport Cadbury (1992), l'attention des praticiens s'est majoritairement concentrée sur la composition et le fonctionnement du conseil (voir Wirtz 2008 pour une synthèse). Sur le plan académique, une réflexion abondante a tenté de démontrer l'existence d'une relation entre la forme, la composition des conseils et le comportement/les résultats des dirigeants [Hermalin et Weisbach 2003 pour une synthèse]<sup>2</sup>. Mais l'efficacité de la structure de gouvernance dépend également de sa stabilité ou de son instabilité. La stabilité des structures de gouvernance est en effet un élément essentiel, nécessaire à la régulation des conflits d'agence potentiels [Kole & Lehn 1997]. Plusieurs travaux francophones se sont attachés à étudier l'impact de la structure de gouvernance sur l'efficacité de la gouvernance et partant, sur la performance de l'entreprise [Godard 1998, Godard & Schatt 2005 a,b; Charlier & Lambert 2009]. Cependant, un paramètre majeur de l'efficacité de la gouvernance n'a pour l'heure été que très peu étudié. Dans cet article nous considérons que la stabilité de la structure de gouvernance est essentielle à la régulation de la relation d'agence entre actionnaires et dirigeants. Nous suggérons que la stabilité de la structure de gouvernance dépend fondamentalement de trois éléments : le degré d'enracinement du dirigeant, le contexte de performance de l'entreprise et la structure de l'actionnariat [Hermalin et Weisbach 2003; Boone, Casares Field, Karpoff et Raheja 2007]. Nous examinons ainsi les facteurs susceptibles d'affecter la stabilité de la structure de gouvernance. Dans une première partie, nous analysons les facteurs ayant un impact sur la stabilité de la structure de gouvernance. Dans une seconde partie, nous décrivons la méthodologie de recherche et présentons les résultats obtenus au moyen d'un échantillon d'entreprises cotées issues du SBF 250 sur la période 1997-2008. Dans une troisième partie, nous discutons des implications théoriques et managériales des résultats de notre recherche.

---

<sup>1</sup> La fonction disciplinaire du conseil peut être défini de la façon suivante : « Broadly speaking, the monitoring function requires the directors to scrutinize management to guard against harmful behavior, from shirking to fraud » [Linck, Netter et Yang 2008]

<sup>2</sup> Les entreprises françaises ont la faculté de pouvoir opter pour trois modalités et deux types de structures de conseil : la première structure est représentée par le conseil d'administration avec ou sans séparation des fonctions de Président/Directeur Général (première et seconde modalité) et une seconde structure, la forme duale (directoire et conseil de surveillance - troisième modalité).

## **1. LES DETERMINANTS DE LA STABILITE DE LA STRUCTURE DE GOUVERNANCE**

Le choix et l'évolution de la structure de gouvernance font l'objet d'une négociation entre les dirigeants, les administrateurs et les actionnaires [Hermalin et Weisbach 2003], qui constituent les parties prenantes essentielles du gouvernement de l'entreprise [Charreaux 1997]. Le choix et la stabilité de la structure de gouvernance sont liés à la stratégie d'enracinement du dirigeant mais également au contexte de performance et de la capacité de résistance des administrateurs ou des actionnaires [Kole et Lhen 1997; Bebchuck et Weisbach 2010].

### **Les facteurs de stabilité de la structure de gouvernance**

Le choix et la stabilité de la structure de gouvernance conditionnent largement les relations entre les dirigeants et les autres membres des instances de gouvernement [Daily, Dalton & Cannella 2003]. L'efficacité de la structure de gouvernance dépend en premier lieu de la forme de la structure de gouvernance mais également de sa stabilité dans le temps. Premier élément d'appréciation, la structure de gouvernance se caractérise par le choix réalisé entre conseil d'administration et structure duale. Depuis la loi NRE de 2001, le législateur et les différents codes de gouvernance (soft law) soulignent l'intérêt de séparer plus strictement les fonctions de contrôle et de direction (par le biais d'une dissociation des fonctions de P-DG ou l'adoption d'une structure duale) afin d'assurer un contrôle plus efficace sur les dirigeants et la gouvernance de l'entreprise. Dans le contexte français, le conseil d'administration doit, tout à la fois conseiller, entourer et surveiller le dirigeant [Wirtz 2008]. Quand le directeur général (DG) assume également la fonction de président du conseil d'administration, cela lui offre une place prépondérante dans la structure de gouvernance [Davidson et alii 2001 ; Godard et Schatt 2005a,b] et lui permet de s'enraciner<sup>3</sup> plus aisément [Finkelstein et D'Aveni 1994 ; Godard et Schatt 2005a,b]. Le fonctionnement des conseils d'administration est généralement critiqué en raison de l'influence trop importante des dirigeants qui sont en mesure de dominer leur conseil [Mizruchi 1983], notamment quand ils exercent la fonction de P-DG. Zajac et Westphal [1995] ont notamment montré que le P-DG disposait d'un pouvoir formel et informel très important sur son conseil d'administration lui permettant de diminuer significativement l'efficacité du contrôle pesant sur lui.

---

<sup>3</sup>Même si certains travaux [Castanias et Helfat 1992] tendent à montrer que l'enracinement (positif) peut être source de performance pour certaines entreprises notamment les entreprises familiales [Pichard-Stamford 2002 ; Charlier et Lambert 2009], la notion d'enracinement a souvent été abordée dans la littérature, depuis les travaux de Shleifer et Vishny [1989], sous son aspect négatif.

A l'opposé de la structure moniste, la structure duale est caractérisée par l'existence concomitante d'un directoire et d'un conseil de surveillance. Le directoire est chargé de conduire la stratégie et la gestion opérationnelle de l'entreprise et le conseil de surveillance se charge de l'examen et du contrôle de la stratégie et des résultats de l'entreprise. La séparation stricte entre les deux organes permet théoriquement d'éviter au maximum les collusions entre les deux instances [Clarke 2007]. Le pouvoir de sanction appartient au conseil de surveillance qui nomme et peut révoquer les membres du directoire. En théorie, la structure duale apparaît comme une structure moins « intéressante » pour un dirigeant souhaitant s'enraciner [Barredy 2008]. Malgré son intérêt en termes de contrôle, la forme duale semble en recul depuis plusieurs années. En 2012, 17% des sociétés cotées relèvent de cette forme (contre 25% en 2009 - Ernst & Young 2012). Cette désaffection récente semble tenir à la lourdeur de l'animation de la gouvernance voire la plus grande lenteur de la prise de décision [Godard 1998]. Au regard de ces différents éléments, le dirigeant qui souhaite s'enraciner dispose de plusieurs possibilités. Il peut d'une part tenter d'influencer le choix de la structure de gouvernance en incitant les actionnaires et les administrateurs à adopter la forme moniste et si possible avec la fonction de P-DG afin de s'assurer un contrôle formel et informel élevés sur le conseil [Zajac et Westphal 1995; Westphal 1998; Hermalin et Weisbach 2003, Daily & alii 2003 pour une synthèse]. En France, les travaux de Godard [1998], Godard et Schatt [2005a,b], Barredy [2008] et plus récemment de Hollandts, Borodak et Tichit [2015] ont permis d'aborder cette question. Les résultats tendent à montrer que les dirigeants enracinés ou souhaitant s'enraciner tendent à favoriser la forme conseil d'administration. Cependant, les conseils composés d'une forte proportion d'administrateurs externes sont en mesure de résister à leur stratégie d'enracinement. La forme de la structure de gouvernance joue donc un rôle important dans l'efficacité du contrôle. Cependant, la littérature n'a pas abordé une dimension essentielle à nos yeux: la stabilité ou l'instabilité de la structure de gouvernance [Kole & Lhen 1997]. En effet, un simple examen du nombre de changement de structure de gouvernance des sociétés cotées françaises (cf tableau 1 ci-dessous) montre que certaines entreprises ne changent pas tandis que d'autres connaissent des changements incessants. Au-delà du nombre de changements, les entreprises sont théoriquement incitées à se diriger vers des formes assurant un degré plus important de contrôle. Les éléments relevés et compilés dans le tableau 2 ci-après indiquent des changements en ce sens mais également des transitions vers la forme conseil d'administration avec PDG, qui représente théoriquement le degré le plus faible de contrôle [Boone et alii 2007; Bebchuck et Weisbach 2010].

**Tableau 1 : Changements de structure de gouvernance (1997-2008)**

Nombre total de changement de forme de gouvernance par entreprise (1997-2008)	Nombre	Pourcentage	Pourcentage cumulé
0	144	51.80	51.80
1	91	32.73	84.53
2	33	11.87	96.40
3	6	2.16	98.56
4	4	1.44	100.00
Total	278	100.00	

Source: calcul des auteurs d'après les documents de référence AMF

**Tableau 2: Entreprises ayant changé de structure de gouvernance**

Transition et changement de forme de gouvernance	Nombre de transitions	Pourcentage
CA vers CA avec séparation des fonctions*	56	30,6
CA vers CS et Directoire	35	19,1
CA avec séparation des fonctions vers CA**	52	28,4
CA avec séparation des fonctions vers CS et Directoire	11	6
CS et Directoire vers CA	16	8,74
CS et Directoire vers CA avec séparation des fonctions	13	7,1

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

Note : \* Ceci est observé 2 fois pour 5 entreprises ; \*\* Ceci est observé 2 fois pour 2 entreprises.

Dès lors, on peut s'interroger sur une dimension essentielle, relative à la dynamique de changement de la structure de gouvernance des entreprises. Au-delà de la structure en elle-même, l'instabilité potentielle de la structure est en mesure d'affecter l'efficacité du contrôle pesant sur les dirigeants notamment. Une structure de gouvernance stable dans le temps permet aux administrateurs ou aux membres du conseil de surveillance d'exercer un contrôle vigilant sur la performance et les résultats des dirigeants et de l'entreprise. L'absence de changement permet aux membres du conseil d'exercer leurs mandats jusqu'au bout mais également de bénéficier d'une stabilité nécessaire à l'exercice de leur mandat. La stabilité de la structure permet en effet de mettre en œuvre des procédures et des mesures de contrôle des résultats et des performances du dirigeant. Par ailleurs, la stabilité de la structure de gouvernance ne permet pas au dirigeant de profiter des changements de structure et parfois de la composition du conseil qui l'accompagne. Si la structure de gouvernance est instable, le

dirigeant peut tirer profit d'une rotation plus importante des membres et des effets induits par les changements réguliers ou répétés de la structure de gouvernance [Kole & Lehn 1997]. Dès lors, il peut sembler tentant pour le dirigeant de tirer parti de l'instabilité de la structure de gouvernance. A l'opposé, les changements nombreux de structures de gouvernance réduisent l'efficacité du contrôle. Nous suggérons donc l'hypothèse suivante:

*Hypothèse 1 : Il existe une relation négative entre le degré d'enracinement du dirigeant et la stabilité de la structure de gouvernance*

Par ailleurs, le contexte de performance n'est pas neutre dans l'évolution de la structure de gouvernance [Godard 1998 ; Bebchuck et Weisbach 2010]. Le niveau de performance de l'entreprise peut représenter un facteur poussant les membres de la structure de gouvernance et les actionnaires à faire évoluer la structure de gouvernance, notamment vers des formes assurant un degré plus important de contrôle sur le dirigeant, afin de discipliner le comportement du dirigeant: dissociation des fonctions de président du conseil et de DG [Finkelstein et D'Aveni 1994 ; Baliga et alii 1996 ; Harris et Helfat 1998] ou évolution vers une structure duale [Godard 1998]. La mauvaise performance de l'entreprise est donc susceptible d'inciter, toutes choses égales par ailleurs, à faire évoluer plus rapidement la structure de gouvernance afin d'assurer un meilleur contrôle du comportement et des résultats du dirigeant [Raheja 2005].

*Hypothèse 2 : il existe une relation positive entre la performance de l'entreprise et la stabilité de la structure de gouvernance.*

Enfin, la stabilité de la structure de gouvernance dépend également de la capacité de résistance des administrateurs et de la structure actionnariale. Le choix de la structure de gouvernance et son évolution éventuelle est le résultat d'une négociation impliquant principalement le dirigeant exécutif et les administrateurs externes [Hermalin et Weisbach 1998a,b, Daily & alii 2003]. La littérature a montré l'importance du rôle des administrateurs externes. Un conseil dominé par des administrateurs externes est plus susceptible de limiter la stratégie d'enracinement du dirigeant [Weisbach 1988], la proportion d'administrateurs externes étant négativement corrélée à l'influence du dirigeant [Boone et alii 2007]. Les administrateurs externes ont individuellement intérêt à favoriser le maintien d'une structure garantissant un degré de contrôle important pour les actionnaires [Fama et Jensen 1983] ; ceci pouvant être interprété comme le signal d'une capacité *personnelle* à contrôler et surveiller le

dirigeant [Eminet et Guedri 2010]. Ainsi, une proportion importante d'administrateurs externes est susceptible de favoriser le maintien de la structure de gouvernance existante.

*Hypothèse 3 : Il existe une relation positive entre la proportion d'administrateurs externes et la stabilité de la structure de gouvernance.*

Au-delà de cette négociation interne, la structure de propriété peut avoir une influence sur la stabilité de la structure de gouvernance [Kole et Lehn 1997]. En raison de la relation d'agence consécutive à la séparation propriété/contrôle [Shleifer et Vishny 1997], les actionnaires peuvent être incités à faire évoluer les structures de gouvernance afin de s'assurer un degré de contrôle plus important. La structure de gouvernance est étroitement liée à la structure de propriété [Daily, Dalton et Rajagopalan 2003]. La littérature souligne que deux dimensions de la structure de propriété sont susceptibles d'avoir une influence sur la structure de gouvernance : la concentration de l'actionnariat et l'identité des actionnaires. L'adoption d'une structure de gouvernance plus autonome permet de lutter contre les problèmes de hasard moral [Shleifer et Vishny 1997] mais son intérêt est limité pour des actionnaires importants qui sont en mesure de peser sur les décisions stratégiques de l'entreprise (y compris le renvoi du dirigeant) par la détention d'une fraction importante du capital. Ainsi, les actionnaires disposant d'un bloc de contrôle important sont moins incités à faire évoluer la structure de gouvernance. Ils parviennent aisément à peser sur les décisions majeures de l'entreprise en raison de leur capacité à influencer l'assemblée générale des actionnaires et arrivent ainsi à influencer indirectement le niveau de contrôle pesant sur le dirigeant en conseil. Nous suggérons donc l'hypothèse suivante :

*Hypothèse 4 : il existe une relation positive entre la concentration de l'actionnariat et la stabilité de la structure de gouvernance.*

En ce qui concerne l'identité des actionnaires, la stabilité de la structure de gouvernance peut sembler favorisée dans le cadre des entreprises familiales [Harris et Helfat 1998 ; Davidson et alii 2001] même si certains auteurs relèvent une propension plus importante à changer de structure lors des successions à la tête des entreprises familiales (en évoluant notamment vers la séparation des fonctions voire la structure duale afin d'assurer la présence de l'ancien dirigeant et de son successeur [Barredy 2008 ; Charlier 2013]). La présence de l'Etat français au sein de la structure actionnariale est également un facteur de stabilité de la structure de gouvernance [Barca et Trento 1998]. Enfin, la présence d'actionnaires étrangers semble, au contraire, être un facteur favorisant l'évolution des structures de gouvernance [Denis et Mc

Connell 2003]. La littérature souligne en effet que la présence d'actionnaires étrangers implique dans de nombreux cas une évolution de la structure de gouvernance qui s'interprète comme une (re)prise en main de la structure, consécutivement à la détention d'un bloc actionnarial important [Ahmadjianet Robbins 2005]. Par conséquent, nous suggérons la série d'hypothèse correspondant à l'identité des actionnaires pouvant potentiellement composer la structure actionnariale.

*Hypothèse 5 : il existe une relation négative entre l'actionnariat familial et la stabilité de la structure de gouvernance.*

*Hypothèse 5bis : il existe une relation positive entre l'Etat actionnaire et la stabilité de la structure de gouvernance.*

*Hypothèse 5ter : il existe une relation négative entre la présence d'actionnaires étrangers et la stabilité de la structure de gouvernance.*

## **2. METHODOLOGIE DE LA RECHERCHE**

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

### **2.1 Echantillon et sources des données**

Nous avons testé les cinq hypothèses proposées dans notre étude sur un échantillon incluant 278 entreprises appartenant ou ayant appartenu à l'indice SBF 250 sur la période 1997-2008. Cet indice comprend les 250 principales entreprises cotées sur le marché français en termes de capitalisation boursière. Nous avons par ailleurs inclus 28 entreprises supplémentaires qui ont intégré cet indice ou ont appartenu de manière significative à l'indice SBF 250 sur la période d'observation. Les données relatives à l'actionnariat ainsi qu'à la structure de gouvernance sont issues des documents de référence déposés auprès de l'Autorité des Marchés Financiers (AMF). Les données sur la performance économique et financière des entreprises sont issues de la base de données Thomson One Banker. Enfin, les éléments biographiques des dirigeants proviennent de la base de données Who's Who in France.

### **Opérationnalisation des variables**

#### **Variable dépendante**

Pour chaque entreprise, la stabilité de la structure de gouvernance a été mesurée par une variable quantitative prenant la valeur de 0 en l'absence de changement de structure de gouvernance (entre 1997 et 2008). Cette variable mesure le nombre total de changement de structure opérés pendant la période d'observation (maximum observé sur la période: 4). La



distribution de cette variable est présentée dans le tableau 1 ainsi que dans la Figure 1 en Annexe.

## **2.2 Variables indépendantes**

Les variables exogènes de notre modèle ont été décalées d'une année afin de tenir compte des problèmes d'endogénéité potentiels [Greene 2008].

Nos hypothèses suggèrent que quatre séries de facteurs sont susceptibles d'influer sur la stabilité de la structure de gouvernance : (1) le degré d'enracinement du dirigeant, (2) la performance de l'entreprise, (3) la capacité de résistance du conseil et (4) la composition et l'identité de l'actionnariat. Le degré d'enracinement du dirigeant a été opérationnalisé en utilisant trois variables [Linck et alii 2008]. La première variable mesure l'ancienneté du dirigeant, en nombre d'années, dans sa fonction au sein de l'entreprise [Hill et Phan 1991]. Plusieurs études ont démontré que la longévité du dirigeant dans ses fonctions lui permet de bénéficier d'un pouvoir informel sur les parties prenantes impliquées dans la gouvernance. Cette longévité permet au dirigeant d'influencer, en sa faveur, le processus de décision aboutissant au choix de la structure de gouvernance et à son évolution ultérieure [Hermalin et Weisbach 2003 ; Boone et alii 2007]. La deuxième variable mesurant le degré d'enracinement du dirigeant est la part du capital, en pourcentage, qu'il détient personnellement [Morck, Shleifer et Vishny, 1988]. En effet, un dirigeant qui détient une part significative du capital de l'entreprise s'assure un pouvoir d'influence important, notamment lors des assemblées générales des actionnaires [Linck et alii 2008; Jensen et Warner, 1988]. Enfin, nous avons également inclus l'âge du dirigeant, la littérature soulignant que cet élément influence sa stratégie d'enracinement, notamment à proximité de la retraite [Goyal et Park 2002].

La littérature souligne que la performance de l'entreprise est également susceptible d'avoir une influence sur l'évolution de la structure de gouvernance [Godard 1998 ; Linck et alii 2008]. La performance de l'entreprise est opérationnalisée par le retour sur investissement calculé comme le bénéfice net sur le capital investi [Linck et alii 2008]. En ce qui concerne l'opérationnalisation de la capacité de résistance du conseil, nous avons retenu une mesure fréquemment utilisée dans la littérature : la proportion d'administrateurs externes au sein du conseil [Raheja 2005]. La proportion d'administrateurs externes au conseil d'administration ou de surveillance a été opérationnalisée par le ratio rapportant le nombre d'administrateurs externes – n'ayant pas de relation « contractuelle » avec l'entreprise ou de lien de parenté avec l'un de ses dirigeants – au nombre total d'administrateurs (cf rapports Cadbury (1992), Vienot (1995) et Bouton (2002) et le code AFEP-MEDEF (2008)). Les administrateurs externes n'entretenant pas de lien de subordination hiérarchique avec le

dirigeant sont par conséquent plus susceptibles de résister aux stratégies conduisant aux changements de structure de gouvernance [Weisbach 1988 ; Raheja 2005]. En ce qui concerne la structure de l'actionnariat nous avons inclus une série de variables pouvant avoir une influence sur la stabilité de la structure de gouvernance : (1) la concentration de l'actionnariat et (2) l'identité des actionnaires. La concentration de l'actionnariat a été opérationnalisée par le biais de deux variables continues correspondant au pourcentage total du capital détenu par le premier actionnaire et le pourcentage de capital détenu par le second actionnaire [Hill et Snell 1988]. Enfin, l'identité des actionnaires (et leurs poids respectif) a été opérationnalisée par le pourcentage de capital détenu par (1) la famille, (2) l'Etat français (3) les actionnaires étrangers et par leur nombre en ce qui concerne cette dernière variable.

### **2.3 Variables de contrôle**

Nos modèles statistiques incorporent une série de variables de contrôle qui peuvent influencer la stabilité de la structure de gouvernance. Plus précisément, nous avons inclus des variables prenant en compte le secteur d'activité et la présence des salariés au capital. La littérature souligne que l'environnement concurrentiel est susceptible d'avoir une influence sur l'évolution de la structure de gouvernance [Fama et Jensen 1983]. Pour tenir compte du contexte sectoriel, nous avons utilisé sept variables binaires capturant le code sectoriel principal de chacune des entreprises. Nous avons également inclus dans nos modèles la présence d'actionnaires particuliers : les salariés. En effet, la littérature souligne considère assez largement que l'actionnariat salarié peut être considéré comme une fraction « amicale » du capital bénéficiant au le dirigeant en place [Faleye, Merhotra et Morck 2006]. Les dirigeants peuvent alors s'appuyer sur les actionnaires salariés pour résister aux tentatives de changement de structure ou contrebalancer le poids capitalistique des actionnaires principaux.

Les statistiques descriptives de l'ensemble des variables sont présentées en Annexe, tableau A1.

### **2.4 Démarche économétrique, analyse et résultats**

#### **Démarche économétrique**

L'échantillon est composé de 278 entreprises du SBF 250, observées sur une durée allant de 1997 à 2008. Sur cette période, certaines firmes entrent et sortent de cet indice, si bien qu'au total 278 sont observées. La durée d'observation pour chacune des entreprises varie de 1 à 12 ans. Les firmes peuvent choisir parmi 3 formes de gouvernance : CA avec PDG, CA avec séparation des fonctions de président du conseil et de DG, et structure duale. Certaines

entreprises changent plusieurs fois de mode de gouvernance sur la période. Nous cherchons à expliquer les facteurs source d'instabilité/stabilité des structures de gouvernance. Pour cela, notre variable d'intérêt est le nombre total de changements de forme de gouvernance par entreprise. Toutefois, comme nous l'avons souligné lors de la présentation des statistiques descriptives, plus de 51% des firmes observées ne changent pas de forme de gouvernance sur la période observée. Nous sommes en présence d'une variable endogène censurée avec un nombre élevé de zéros. Greene [2005] recommande dans ce cas d'utiliser un modèle double hurdle, développé initialement par Cragg en 1971. De plus, ces zéros correspondent à la classe qui est, pour nous, la plus intéressante à étudier, car ils correspondent aux entreprises qui ont une forme de gouvernance que nous appelons « stable ». Comme nous avons des données de panel, si une entreprise ne change jamais de forme de gouvernance, cela signifie qu'elle reste en zéro à chaque période à laquelle elle est observée. Dès lors, les firmes de profils « zéros », dans les données de panel, décrivent un comportement de persistance, de latence dans cet état. Cela correspond donc bien à une mesure de la stabilité de la gouvernance. Il est alors intéressant de se demander quelles sont les entreprises les plus à même de faire partie de cette catégorie. Le double hurdle est également le plus approprié dans ce cas, selon Engel et Moffat [2014]. Le principe de ce modèle est de considérer que certaines entreprises, du fait de leurs caractéristiques spécifiques, ne vont jamais changer de forme de gouvernance. Mais, certaines autres sont potentiellement instables, et choisissent simplement de ne pas changer de forme de gouvernance du fait des circonstances pendant la période d'observation. Les zéros correspondent donc à deux groupes distincts. Comme le nom du modèle le suggère, les firmes doivent dès lors franchir deux « hurdle » (haies) pour changer: la première étape est d'envisager le changement. Une fois ce cap franchi, il faut alors ensuite que les circonstances fassent qu'elle choisisse de véritablement changer (2<sup>e</sup> étape).

Le modèle est donc estimé en deux étapes. La première est l'estimation de la probabilité d'appartenance à la catégorie des firmes stables versus les instables « potentielles ». La seconde prédit ensuite l'influence des variables expliquant le nombre de changements de forme de gouvernance, parmi les firmes « instables » c'est-à-dire celles qui ont connu au moins un changement de forme de gouvernance sur la période. Comme nos données sont en panel, nous utilisons la version du double hurdle que Dong et Kaiser ont développé 2008 et qui est adaptée à ce type de données. Ceci nous permet, dans la seconde étape de ce modèle, d'introduire un effet spécifique aléatoire par sujet, qui permet de tenir compte de l'hétérogénéité inobservable entre firmes et de la dépendance de chacune d'entre elles vis-à-vis de l'évolution temporelle.

D'autre part, nous avons un panel non-cylindré, c'est-à-dire que les périodes d'observation ne sont pas les mêmes pour toutes les entreprises. Dans ce cas, afin d'obtenir des estimations convergentes, Engel et Moffat (2014) suggèrent de procéder à un bootstrap qui consiste à diviser l'échantillon en sous-échantillons de panel cylindré de différentes tailles, et de prendre la moyenne des estimations obtenues sur l'ensemble de ces sous-échantillons. Nos résultats sont donc obtenus avec la méthode de Dong et Kaiser (2008) avec sous-échantillonnage (bootstrap). En dernier lieu se pose la question de la dépendance entre les deux étapes. Le modèle de Dong et Kaiser (2008) suppose que ces deux étapes sont indépendantes l'une de l'autre. Suivant Engel et Moffatt (2014), afin de tester la pertinence de cette hypothèse nous introduisons dans le modèle 2 du tableau 3 l'inverse du ratio de Mills. Celui-ci s'avère non significatif ce qui permet de ne pas rejeter l'hypothèse d'indépendance et au final nous retenons donc et commentons les résultats du modèle 1 correspondant au double hurdle en panel de Dong et Kaiser (2008) avec bootstrap. Les résultats sont présentés dans le tableau 3 ci-après et commentés à la suite du tableau.

**Tableau 3: Résultats de la régression *double hurdle* testant les effets de l'enracinement du dirigeant, la composition du conseil, la structure actionnariale et la performance sur la stabilité de la structure de gouvernance**

	Modèle 1 : Double-hurdle avec bootstrap		Modèle 2 : Double-hurdle avec bootstrap et correction de Mills	
	Rapports de vraisemblance	probabilité	Rapports de vraisemblance	probabilité
<i>Equation « double hurdle »</i>				
Age du dirigeant	1.01***	(0.00)	1.01*	(0.08)
Durée en poste du dirigeant	0.98***	(0.00)	0.99***	(0.00)
Part de capital détenu par le dirigeant	1.00*	(0.07)	1.00	(0.96)
Pourcentage d'administrateurs externes	1.00*	(0.10)	1.00	(0.15)
Part de capital détenu par les actionnaires salariés	1.02	(0.31)	1.01	(0.29)
Part de capital détenu le premier actionnaire	1.00	(0.44)	1.00**	(0.01)
Part de capital détenu par le second actionnaire	1.00	(0.55)	1.00	(0.47)
Part de capital détenu par la famille	1.00***	(0.00)	1.00	(0.41)
Part de capital détenu par l'Etat français	0.99**	(0.02)	0.97***	(0.00)
ROA	0.99***	(0.01)	1.00	(0.98)
ROE	1.00	(0.22)	1.00	(0.57)
ROI	1.00	(0.24)	1.00	(0.76)
Price to book	0.99	(0.25)	0.96***	(0.00)
Nombre d'actionnaires étrangers	1.12***	(0.01)	1.05	(0.28)
Part de capital détenu par les actionnaires étrangers	0.99***	(0.00)	1.00	(0.38)
Ratio de Mills			0.92	(0.67)
Constant	1.70**	(0.03)	3.12***	(0.00)
Sigma (constante)	1.76***	(0.00)	1.86***	(0.00)
<i>Equation « hurdle »</i>				
Secteur industriel 2	1.08	(0.72)	2.97***	(0.00)
Secteur industriel 3	0.40***	(0.00)	1.79***	(0.01)
Secteur industriel 4	0.84	(0.41)	2.12***	(0.00)
Secteur industriel 5	0.66**	(0.05)	1.20	(0.39)
Secteur industriel 6	1.14	(0.53)	0.90	(0.64)
Secteur industriel 7	1.30	(0.22)	2.06***	(0.00)
Secteur industriel 8	0.74	(0.16)	1.21	(0.41)
Constante	0.73	(0.12)	0.37***	(0.00)
N	2526		2513	
Chi 2	95.88***		97.08***	
AIC	4074.04		4183.39	
BIC	4219.90		4334.95	

Note: Toutes les variables sont retardées d'une année. Seuils de significativité : \*\*\* : 1% ; \*\* 5% ; \* 10%

### 3. Résultats

La lecture des statistiques descriptives nous donne plusieurs éléments contextuels. Le tableau 1 nous indique que 51,8% des entreprises cotées n'ont pas changé de structure de gouvernance pendant la période d'observation. Au global, 49% des entreprises ont changé au moins une fois de structure de gouvernance la période d'observation de 11 années. Enfin 43 entreprises ont connu au moins 2 changements de structure de gouvernance (maximum : 4 fois sur la période). Pour ces entreprises, ceci implique notamment que, sauf dispositions contraires, les membres du conseil d'administration ou de surveillance n'ont même pas pu achever en théorie leur mandat, qui est classiquement de 6 ans [Wirtz 2008]. L'instabilité maximale étant atteinte pour 4 entreprises de l'échantillon qui ont connu 4 changements dans l'intervalle de temps d'observation.

Les résultats de nos tests économétriques montrent par ailleurs que différentes variables exogènes sont susceptibles d'avoir un impact sur le choix de la structure de gouvernance. En ce qui concerne les variables de contrôle, il apparaît que certains secteurs (3-industrie et 5-commerce) regroupent des entreprises ayant des structures de gouvernance très stables dans le temps. Les autres secteurs ne semblent pas connaître d'instabilité/stabilité particulièrement notable. La présence d'actionnaires salariés ne semble pas influencer la stabilité de la structure de gouvernance des entreprises du SBF 250. En revanche, à la lecture du tableau 3 nous constatons que d'autres variables apparaissent comme ayant un effet déterminant sur les choix. Concernant l'enracinement potentiel du dirigeant (âge, durée en poste et part de capital détenue), il apparaît que les trois variables utilisées ont un impact significatif sur le nombre de changements de structures de gouvernance. L'âge du dirigeant et la part de capital détenue par le dirigeant ont un impact significatif et positif sur la variable mesurant la stabilité de la structure de gouvernance. Chaque année supplémentaire pour un dirigeant augmente la probabilité de voir la structure de gouvernance changer – *ceteris paribus* – d'un facteur de 0,01. Cet effet peut être lié à la proximité du départ du dirigeant qui pourrait être concomitant avec un changement de structure. L'effet est beaucoup moins important pour la part de capital détenue par le dirigeant même si l'effet est bien significatif. En revanche la durée en poste (tenure) du dirigeant a une influence significative et négative sur le nombre de changements de structure de gouvernance. Chaque année supplémentaire pour un dirigeant en poste diminue la probabilité de voir la structure de gouvernance changer – *ceteris paribus* – d'un facteur de 0,02. Les dirigeants en poste depuis plusieurs années ne semblent pas favoriser le changement de structure, hormis dans le cas de la proximité de l'âge de la retraite. Cet élément semble en

effet avoir une influence déterminante dans la stratégie d'enracinement du dirigeant et dans sa volonté d'influencer le changement de structure. Troisième résultat, la variable mesurant le ratio d'administrateurs externes a un effet positif et significatif sur la stabilité de la structure de gouvernance, même si là encore l'effet semble relativement faible. Un conseil caractérisé par un niveau important d'administrateurs externes aura tendance à jouer plutôt en faveur du changement de structure de gouvernance, sans doute en raison d'un niveau élevé de contrôle pesant sur le dirigeant. En ce qui concerne le contexte de performance, nos résultats indiquent la présence d'une relation négative et significative entre la performance et le nombre de changement de structure de gouvernance. Ce résultat confirme qu'un contexte dégradé de performance est susceptible d'avoir une influence sur la probabilité de changement. En revanche, un contexte favorable de performance a tendance à stabiliser la structure de gouvernance et sans doute les membres qui la composent.

En ce qui concerne la composition de l'actionnariat, nous remarquons premièrement que la concentration du capital ne semble pas avoir d'influence sur la relation étudiée. En revanche, l'identité des actionnaires semble avoir une influence (multiple) sur la stabilité de la structure de gouvernance. Parmi les actionnaires, la présence de l'Etat au capital semble stabiliser la structure de gouvernance. Deux autres variables relatives à l'actionnariat ont également une influence statistique. Il apparaît, au vu de nos résultats, que la présence d'un actionnariat familial a un impact positif (mais très faible) sur le nombre de changements de structure. Une interprétation évidente tient à la préparation de la succession dans les entreprises familiales qui les conduit classiquement à évoluer vers une structure duale ou une dissociation des fonctions de président afin d'assurer une transition en douceur de la gouvernance. Enfin, nos résultats montrent l'influence majeure de la présence d'actionnaires étrangers dans la structure de capital. Plus le capital détenu par les actionnaires étrangers est élevé (en moyenne : 16,66 % du capital) et plus la probabilité de changement de la structure de gouvernance augmente. 1% de plus d'actionnariat étranger augmente d'un facteur de 0,12 la probabilité de changement de la structure de gouvernance. Enfin, le nombre d'actionnaire étrangers a en revanche un effet significatif et négatif sur la probabilité de changement de la structure. Ces résultats mettent en évidence l'influence déterminante de la relation d'agence principale entre actionnaires et dirigeants. En effet, les variables significatives ayant une influence sur la probabilité de changement de la structure de gouvernance renvoient majoritairement au niveau d'enracinement du dirigeant et à l'identité et au poids des actionnaires dans la structure du capital.

#### 4. DISCUSSION

L'objectif de cette recherche était d'examiner les facteurs ayant un impact sur la stabilité ou l'instabilité de la structure de gouvernance des sociétés cotées en France. Notre étude porte sur un large échantillon (278 entreprises cotées) et sur une période temporelle importante (1997-2008), qui englobe notamment la période de « diffusion » principaux codes de gouvernance (Bouton, Afep-Medef notamment). Notre étude apporte de ce point de vue une contribution qui étend les résultats des études françaises précédentes (Godard [1998], Godard et Schatt [2000, 2005a,b] et Godard, Schatt et Raffournier [2008], Hollandtset alii [2015]) qui se sont seulement concentrées sur le choix de la structure de gouvernance. Le choix d'une structure de gouvernance est un élément important, conditionnant grandement l'efficacité du système de contrôle. Dans notre article, nous explorons une autre dimension en nous concentrant sur la stabilité de la structure de gouvernance. A notre connaissance, la littérature s'est très peu intéressée à cette dimension à l'exception de l'article de Kole et Lehn [1997] qui souligne l'intérêt d'explorer cette dimension. Notre article entend notamment contribuer empiriquement à cette question en examinant sur longue période l'impact d'une série de variables sur la stabilité de la structure de gouvernance des sociétés cotées françaises. Notre démarche économétrique nous a permis de travailler très précisément sur les facteurs susceptibles d'influencer cette dimension. Notre démarche empirique consistant à mobiliser un modèle *double hurdle* nous a permis en effet de travailler sur les variables ayant un impact potentiel sur les entreprises ayant expérimenté un ou plusieurs changement(s) de structure de gouvernance. Nos résultats mettent en évidence l'impact significatif de l'enracinement du dirigeant, du contexte de performance et de l'identité des actionnaires présents au sein de la structure de capital.

Nos résultats confirment l'existence d'une relation contrastée entre l'âge du dirigeant, sa durée en poste et la part de capital détenue. Ces résultats mettent en évidence le poids déterminant de la proximité de la retraite [Goyal et Park 2002] mais soulignent également l'influence de la durée en poste du dirigeant. En effet si l'on interprète le maintien en poste comme un indice de l'enracinement du dirigeant, il apparaît qu'un dirigeant en poste depuis longtemps a rationnellement moins intérêt à faire évoluer la structure de gouvernance. En effet, comme le soulignent Zajac et Westphal [1995] cela peut nuire à sa stratégie d'enracinement étant donné qu'il possède sans doute un pouvoir formel et informel importants sur la structure en place. Changer de structure risquerait de battre en brèche sa stratégie d'enracinement. Nos résultats mettent en évidence une relation négative entre la performance de l'entreprise et la probabilité



de faire évoluer la structure de gouvernance. Ce résultat souligne qu'un contexte favorable de performance favorise la stabilité de la structure de gouvernance existante. Nos résultats confirment ceux déjà présents dans la littérature. Ainsi, un contexte de mauvaises performances, incite toutes choses égales par ailleurs, à réaliser des changements drastiques, comme l'éviction du dirigeant [Friedman et Singh 1989] et qui peuvent s'accompagner également d'un changement simultané de structure de gouvernance [Daily et Dalton 2007].

En ce qui concerne la composition du conseil, la proportion d'administrateurs externes a un effet statistique significatif et positif sur notre mesure de la stabilité de la structure de gouvernance. Ce résultat peut être interprété comme la conséquence d'un niveau relativement élevé de contrôle de la part des membres du conseil qui peut être incité à faire évoluer la structure du conseil vers une forme affichant un niveau de contrôle plus important (dissociation des fonctions de P-DG ou structure duale) afin de signaler leur capacité personnelle à contrôler le comportement et les résultats du dirigeant [Eminet et Guedri 2010].

Par ailleurs, nous avons cherché à mesurer l'impact de la structure actionnariale sur la stabilité de la structure de gouvernance. C'est incontestablement sur cette dimension que nous obtenons les résultats les plus significatifs. En cherchant à distinguer l'influence potentielle des types d'actionnaires, nous avons mis en évidence que l'identité des d'actionnaires avait une influence notable sur la stabilité de la structure de gouvernance alors que la concentration de l'actionnariat n'en avait pas. Nos résultats soulignent que la présence de l'Etat au capital tend à stabiliser la structure de gouvernance [Barca et Trento 1998]. En revanche, la présence d'un actionnariat familial, dans une faible mesure, tend à faire évoluer les structures de gouvernance, sans doute en raison, de la préparation de succession à la tête de ces entreprises [Godard 1998, Barredy 2008, Charlier 2013]. Les résultats les plus significatifs sont obtenus pour les entreprises ayant des actionnaires étrangers présents au sein de leur capital. Nos résultats montrent que le nombre et le poids des actionnaires étrangers ont une influence significative sur la stabilité de la structure. Ce résultat souligne que les actionnaires étrangers après avoir augmenté leur participation au capital souhaitent généralement faire évoluer la structure de gouvernance à leur avantage, à la fois dans sa forme et dans sa composition [Denis et Mc Connell 2003; Ahmadjian et Robbins 2005].

Nos résultats, en s'inspirant de la contribution de Kole et Lhen [1997], analysent l'impact d'une série de variables sur la stabilité de la structure de gouvernance des sociétés cotées françaises. De ce point de vue, notre contribution doit être replacée dans le cadre d'une série de contributions francophones [Godard 1998 ; Godard et Schatt 2000, 2005a,b,c ; Godard, Schatt et Raffournier 2008 ; Barredy 2008] qui se sont concentrées sur le processus aboutissant à

l'adoption d'une structure de gouvernance donnée. Au final, nos résultats apportent un éclairage inédit sur une dimension absente de la littérature sur la gouvernance. Nos résultats apportent un nouvel éclairage sur la relation d'agence entre actionnaires, administrateurs et dirigeants et montrent le poids majeur de la structure actionnariale dans la stabilité de la structure de gouvernance. Le dirigeant constitue également un personnage clé puisque les variables mesurant son enracinement démontrent une relation significative avec la stabilité de la structure de gouvernance. Au-delà du rôle pivot joué par le dirigeant, d'autres variables ont un impact sur la stabilité de la structure de gouvernance, comme le contexte de performance. Nous n'avons pas abordé explicitement l'origine de l'instabilité de la structure de gouvernance. De nombreux travaux en économie ont abordé la question de la stabilité des systèmes économiques et deux approches sont communément admises. On peut considérer qu'un système (économique) génère, de manière endogène, sa propre instabilité (cf les travaux de Samuelson, Hicks et Goodwin en macroéconomie). On peut également considérer que l'instabilité d'un système (économique) provient de chocs exogènes entraînant des déséquilibres (Lucas, Kydland et Prescott). En s'inspirant de cette dichotomie endogène/exogène, on peut considérer que la stabilité des structures de gouvernances pourrait être appréhendée par cette grille de lecture. En effet, la stabilité de la structure de gouvernance peut être affectée, de manière endogène, par l'évolution des relations entre les actionnaires, les administrateurs et les dirigeants. Les changements de structures peuvent alors refléter l'évolution des rapports de force entre les parties prenantes. D'autre part, on peut considérer que l'évolution de structures de gouvernance peut résulter de chocs exogènes (évolution de l'industrie, évolution de la législation dont la soft law, ...). Les changements de structures pourraient alors refléter l'adaptation aux évolutions de l'environnement du gouvernement de l'entreprise.

Nos résultats appellent plusieurs voies de recherche. Dans un premier temps, il nous paraît intéressant d'affiner la prise en compte du contexte dans lequel évolue l'entreprise. Nous venons de souligner l'intérêt potentiel de prendre en compte l'origine de l'instabilité potentielle de la structure de gouvernance. Une analyse documentaire approfondie permettrait de repérer les raisons avancées et/ou justifications de l'évolution de la structure de gouvernance, que ce soit à travers la documentation fournie par l'entreprise (lettre aux actionnaires ou rapport annuel par exemple) ou la couverture média de tels événements. Par ailleurs, notre étude se focalise sur la stabilité de la structure de gouvernance en ne prenant pas en compte des éléments contextuels autour du dirigeant de l'entreprise. La littérature sur les dirigeants souligne que le contexte d'exercice du mandat du dirigeant n'est pas neutre [Occasio 1999].

Un dirigeant interne ayant gravi peu à peu les échelons jusqu'au poste de DG est susceptible d'avoir entamé un processus d'enracinement quelques années auparavant. De façon plus globale, l'origine du DG (recrutement interne ou externe), sa réputation, son expérience et son réseau sont susceptibles de jouer sur l'exercice de son mandat et son maintien en poste [Zhang 2008]. A ce titre, une piste de recherche intéressante semble se dessiner autour de l'impact potentiel des caractéristiques personnelles du DG : origine (externe/interne), date d'entrée dans l'entreprise. Ces éléments sont susceptibles de favoriser ou non l'évolution potentielle de la structure de gouvernance et donc sa stabilité dans le temps.

## **CONCLUSION**

Notre article a pour objectif de s'interroger sur les variables susceptibles d'influencer la stabilité des structures de gouvernance des sociétés cotées françaises. Le choix d'une structure de gouvernance et sa stabilité sont déterminants dans le cadre des relations d'agences potentielles existant entre le dirigeant, le conseil et les actionnaires. Dans ce cadre, il apparaît que des variables personnelles liées à la capacité d'enracinement du dirigeant, mais également la structure de l'actionnariat sont susceptibles d'avoir une influence sur la stabilité de la structure de gouvernance. Notre étude empirique porte sur un total de 278 entreprises cotées françaises, analysées sur une période longue (1997-2008). Les résultats de notre analyse montrent que les caractéristiques personnelles du dirigeant (âge et durée en poste) ainsi que l'identité des actionnaires sont les variables ayant le plus d'influence sur la stabilité/instabilité de la structure de gouvernance. Notre contribution est double: d'une part, notre article s'intéresse à une dimension essentielle, mais absente de la littérature sur la gouvernance. Enfin, notre article contribue également à cette question sur le plan empirique en examinant le lien entre une série de variables et la stabilité de la structure de gouvernance. La méthode économétrique que nous mobilisons permet justement permettant d'analyser très précisément l'impact de ces variables sur la stabilité des structures de gouvernance. Les pistes de recherches restent nombreuses. Il pourrait être notamment intéressant d'intégrer dans des études postérieures les justifications avancées pour expliquer les changements de structures mais également s'intéresser à l'impact potentiel du contexte d'enracinement du DG.

## **Bibliographie**

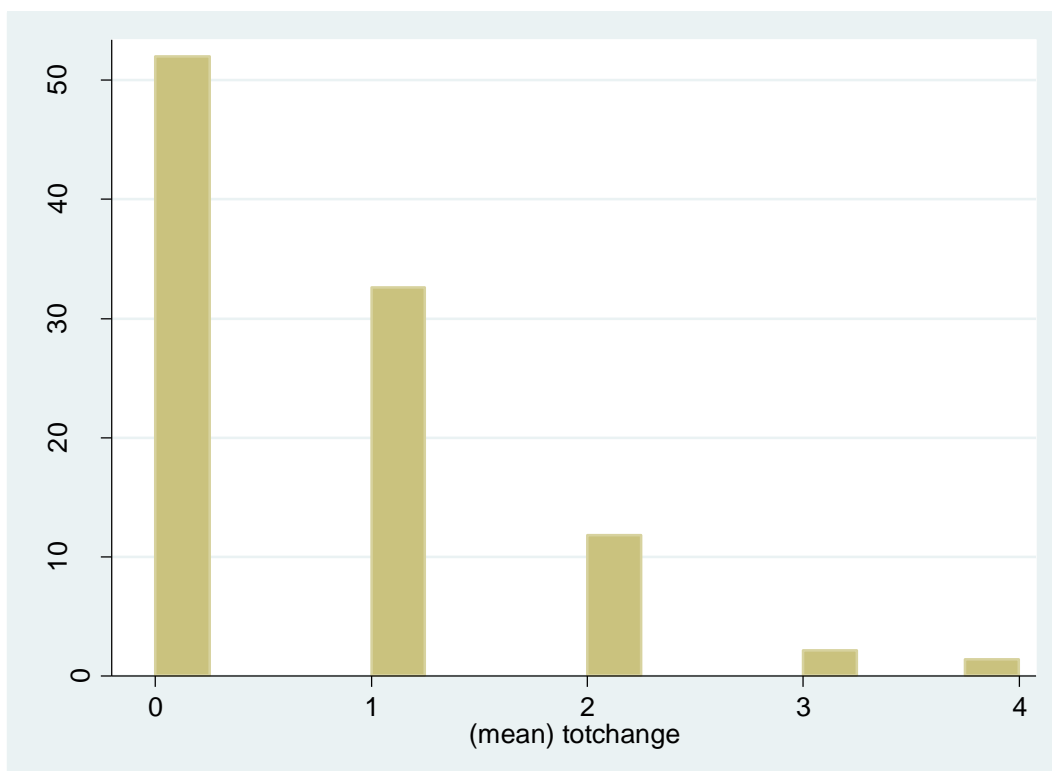
- Ahmadjian C., Robbins G., 2005, A Clash of Capitalisms: Foreign Shareholders and Corporate Restructuring in 1990s Japan, *American Sociological Review*, Vol. 70, No. 3, pp. 451-471.
- Baker M., et Gompers P., 2003, The Determinants of Board Structure at the Initial Public Offering, *Journal of Law & Economics*, vol. 46, n°2, pp. 569-98.
- Barca F. et Trento S., 1997, State Ownership and the Evolution of Italian Corporate Governance, *Industrial and Corporate Change*, vol.6, n°3, pp 533-559.
- Barrédy C., 2008, Gouvernance de la société familiale cotée : les raisons de l'adoption d'une SA en directoire et conseil de surveillance, *Revue Française de Gestion*, n°185, pp 1-19.
- Bebchuck L., Weisbach M., 2010, The State of Corporate Governance, *Review of Financial Studies*, vol. 23, n°3, pp. 939-961
- Boone A., Field Casares L., Karpoff J., Raheja C., 2007, The determinants of corporate board size and composition: an empirical analysis, *Journal of Financial Economics*, vol.85, pp. 66-101.
- Cadbury A., 1992, *The Financial Aspects of Corporate Governance*, Burgess Science Press, Great Britain.
- Cameron A. C. et Trivedi, 2010, *Microeconometrics Using Stata*, Revised Edition, Stata Press.
- Castanias R., Helfat C., 1992, Managerial and Windfall Rents in the Market for Corporate Control, *Journal of Economic Behavior and Organisation*, vol. 18, pp. 153-184.
- Charlier P., 2013, La société en Commandite par actions : un outil de transmission pour la l'entreprise familiale cotée ; 12e Conférence Internationale de Gouvernance, Nantes, 2&3 mai 2013.
- Charlier P. et Lambert G., 2009, Analyse multivariable de la performance des PME familiales : Une lecture par la théorie positive de l'agence, *Management International*, vol. 13, n°2, pp 67-79.
- Charreaux G., 1997, Vers une théorie du gouvernement des entreprises, dans *Le Gouvernement des Entreprises*, Charreaux G. (ed.), coll. Recherche en Gestion, Economica p. 421-469.
- Clarke T., 2007, *International Corporate Governance: A Comparative Approach*, Routledge.
- Cragg J.G., 1971, Some statistical models for limited dependent variables with application to the demand for durable goods, *Econometrica*, vol 39, pp.829-844.
- Daily C., Dalton, D., Canella A., 2003, Corporate Governance: Decades of Dialogue and Data, *Academy of Management Review*, vol.28, n°3, pp. 371-382.
- Daily C., Dalton, D., Rajagopalan, N., 2003, Governance through ownership: centuries of practice, decades of research, *Academy of Management Journal*, vol. 46, pp.151-158.
- Daily C. et Dalton D., 2007, CEO and director turnover in failing firms: An illusion of change?, *Strategic Management Journal*, vol. 16, n°5, pp. 393-400.
- Davidson W., Nemeč C. et Worrell D., 2001, Succession Planning vs. Agency Theory: A Test of Harris and Helfat's Interpretation of Plurality Announcement Market Returns, *Strategic Management Journal*, vol. 22, n°2, pp. 179-184.
- Denis D. et McConnell J., 2003, International Corporate Governance, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 38, n°1, pp. 1-36.
- Dong D. et Kaiser H., 2008, Studying Household Purchasing and Nonpurchasing Behaviour for a Frequently Consumed Commodity: Two Models, *Applied Economics*, 40(15), pp. 1941-1951.
- Eminet A., Guedri Z., 2010, The Role of Nominating Committees and Director Reputation in Shaping the Labor Market for Directors: An Empirical Assessment, *Corporate Governance: an International Review*, vol. 18, n°6, pp 557-574.
- Engel C. et Moffat P., 2014, `dhreg`, `xtdhreg`, and `bootdhreg` : Commands to implement double-hurdle regression, *The Stata Journal*, vol 14 n°4, pp.778-797.
- Faleye O., Mehrotra V., Morck R., 2006, When Labor Has a Voice in Corporate Governance, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol.41, n°3, p. 489-510.
- Fama E. et Jensen M., 1983, Separation of Ownership and Control, *Journal of Law and Economics*, vol.26, pp 301-326.
- Finkelstein S., D'Aveni R., 1994, CEO Duality as a Double –Edged Sword : How Boards of Directors Balance Entrenchment Avoidance and Unity of Command, *Academy of Management Journal*, vol. 37, n° 5, p. 1079-1108.

- Friedman S. et Singh H., 1989, CEO Succession and Stockholder Reaction: The Influence of Organizational Context and Event Content, *Academy of Management Journal*, vol. 32, n°4, pp.718-744.
- Godard L., 1998, Les déterminants du choix entre un conseil d'administration et un conseil de surveillance, *Finance-Contrôle-Stratégie*, vol.1, n°4, pp.39-61.
- Godard L., Schatt A., 2000, Quelles sont les caractéristiques optimales du conseil d'administration ?, *La Revue du Financier*, n°127, pp. 36-47.
- Godard L., Schatt A., 2005a, Les déterminants de la qualité des conseils d'administration français, *Gestion 2000* vol.22, n°4, p.81-101 2005
- Godard L., Schatt A., 2005b, Caractéristiques et fonctionnement des conseils d'administration français : un état des lieux, *Revue Française de Gestion* vol.31, n°158, p.69-87.
- Godard L., Schatt A. et Raffournier B., 2008, Quels sont les déterminants de la composition des conseils d'administration ? Le cas des entreprises belges, françaises, et suisses, *Revue Française de Gouvernance d'Entreprise* n°4, 2è semestre, p.33-58.
- Goyal V. et Park C., 2002, Board leadership structure and CEO turnover, *Journal of Corporate Finance*, vol. 8, n° 1, pp 49–66.
- Greene W., 2005, Functional Form and Heterogeneity in Models for Count Data, *Foundations and Trends in Econometrics*, vol 1 n°2, pp.113-218.
- Greene W., 2008, *Econometric Analysis*, Pearson, 6<sup>e</sup> édition.
- Harris D. et Helfat C., 1998, CEO Duality, Succession, Capabilities and Agency Theory: Commentary and Research Agenda, *Strategic Management Journal*, vol. 19, n°9, pp. 901-904.
- Hermalin B. et Weisbach M., 1988, The Determinants of Board Composition, *RAND Journal of Economics*, vol.19, pp. 589-606.
- Hermalin B., Weisbach M., 1998, Endogenously chosen boards of directors and their monitoring of the CEO, *American Economic Review*, vol.88, pp. 96–118.
- Hermalin B., Weisbach M., 2003, Board of directors as an endogenously determined institution: A survey of economic literature, *FRBNY Economic Policy Review*, Avril, pp 7-26.
- Hill C., Phan P., 1991, CEO tenure as determinant of CEO pay, *Academy of Management Journal*, vol. 34, n°3, pp 707-717.
- Hill, C., Snell S., 1988, External Control, Corporate Strategy, and Firm Performance in Research-Intensive Industries, *Strategic Management Journal*, vol. 9, pp. 577-589.
- Hollandts X., Borodak D., Tichit A., 2015, Plus autonome ? L'évolution des structures de gouvernance des sociétés cotées françaises, *Management International*, forthcoming.
- Jensen M., Warner J., 1988, The distribution of power among corporate managers, *Journal of Financial Economics*, vol.20, pp 3-24.
- Linck, J., Netter J., Yang T., 2008, Determinants of Board Structure, *Journal of Financial Economics*, vol. 87, pp. 308-328.
- Long J. S. et Freese J., 2006, *Regression Models for Categorical Dependent Variables Using Stata*, Second Edition, Stata Press.
- Mace M., 1971, *Directors : Myth and Reality*, Boston, Harvard University Graduate School of Business Administration.
- Mizruchi, M., 1983, Who Controls Whom?: An Examination of the Relation Between Management and Boards of Directors in Large American Corporations, *Academy of Management Review*, vol.8, pp 426-435.
- Morck R., Schleifer A., Vishny R., 1988, Managerial ownership and market valuation: an empirical analysis, *Journal of Financial Economics*, vol. 20, pp 293-315.
- Occasio W., 1999, Institutionalized Action and Corporate Governance: The Reliance on Rules of CEO Succession, *Administrative Science Quarterly*, vol. 44, n°2, pp 384-416.
- Pichard-Stamford J-P., 2002, L'enracinement des dirigeants familiaux in *La gestion des entreprises familiales*, de Caby J. et Hirigoyen G. (eds.), Economica.
- Raheja C., 2005, Determinants of Board Size and Composition: A Theory of Corporate Boards, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol.40, n°2, pp 283-306.
- Rechner P., Dalton D., CEO duality and Organizational Performance: A Longitudinal Study, *Strategic Management Journal*, vol.12, pp 155-160.

- Shleifer, A. et Vishny R., 1989, Management entrenchment : The case of manager-specific investments, *Journal of Financial Economics*, vol. 25, n°1, pp123-139
- Shleifer A. et Vishny R., 1997, A survey of corporate governance, *Journal of Finance*, vol. 52, pp.737 - 783.
- Weisbach M., 1988, Outside directors and CEO turnover, *Journal of Financial Economics*, vol.20, pp 431–460.
- Westphal J., 1998, Board Games: How CEOs Adapt to Increases in Structural Board Independence from Management, *Administrative Science Quarterly*, vol. 43, n°3, pp. 511-537
- Wirtz P., 2008, *Les meilleures pratiques de gouvernance d'entreprise*, La Découverte, Paris.
- Zajac E. et Westphal P., 1995, Who shall govern? CEO/board power, demographic similarity, and new director selection, *Administrative Science Quarterly*, n°40, pp 60-83.
- Zhang Y., 2008, Information Asymmetry and Dismissal of Newly Appointed CEOs, *Strategic Management Journal*, vol. 29, pp 859–872.

## Annexes

**Figure 1. La distribution du nombre total de changement de structure opérés pendant la période d'observation (variable dépendante)**



**Tableau A1. Statistiques descriptives**

Variable		Moyenne	Ecart-type	Min	Max	Observations
Nombre de changements	total	.4299287	.7244246	0	4	N = 2526
	between (inter-indiv.)		.556398	0	2.636364	n = 278
	within (intra-indiv.)		.4403582	-2.206435	2.157201	T-bar = 9.08633
Age du dirigeant	total	54.53682	8.562226	28	83	N = 2526
	between (inter-indiv.)		7.650006	35	78	n = 278
	within (intra-indiv.)		4.392945	29.16182	81.17318	T-bar = 9.08633
Durée en poste du dirigeant	total	11.26762	9.296206	0	46	N = 2526
	between (inter-indiv.)		8.361188	0	42	n = 278
	within (intra-indiv.)		4.450178	-14.09602	32.81307	T-bar = 9.08633
Part de capital détenu par le dirigeant	total	18.88898	25.84061	0	99.53	N = 2526
	between (inter-indiv.)		24.33361	0	88.6	n = 278
	within (intra-indiv.)		9.73275	-27.51727	77.73171	T-bar = 9.08633
Pourcentage d'administrateurs externes	total	79.46732	20.54074	0	100	N = 2526
	between (inter-indiv.)		17.25629	19.69697	100	n = 278
	within (intra-indiv.)		11.34824	12.93161	143.1037	T-bar = 9.08633
Part de capital détenu par les actionnaires salariés	total	1.543775	3.831616	0	50.65	N = 2526
	between (inter-indiv.)		3.414753	0	36.70182	n = 278
	within (intra-indiv.)		1.234458	-22.55804	15.49196	T-bar = 9.08633
Part de capital détenu le premier actionnaire	total	40.45745	23.14465	.95	95.29	N = 2526
	between (inter-indiv.)		21.70107	2.826364	88.6	n = 278
	within (intra-indiv.)		8.625428	-5.948795	95.00473	T-bar = 9.08633
Part de capital détenu par le second actionnaire	total	8.824699	7.21697	0	39.73	N = 2526
	between (inter-indiv.)		6.307679	0	32.23818	n = 278
	within (intra-indiv.)		4.044081	-18.88348	34.58743	T-bar = 9.08633
Part de capital détenu par la famille	total	18.83711	27.1489	0	90	N = 2526
	between (inter-indiv.)		27.20303	0	88.6	n = 278
	within (intra-indiv.)		4.511328	-32.07925	54.67075	T-bar = 9.08633
Part de capital détenu par l'Etat	total	1.592003	9.489422	0	95	N = 2526

français						
	between (inter-indiv.)		10.94909	0	88.09546	n = 278
	within (intra-indiv.)		2.551726	-22.50244	36.86867	T-bar = 9.08633
ROA	total	4.501463	10.28268	-200.6879	87.29039	N = 2526
	between (inter-indiv.)		6.601351	-40.67268	28.77992	n = 278
	within (intra-indiv.)		8.145145	-167.1147	88.57491	T-bar = 9.08633
ROE	total	-.952707	351.9985	-16317.94	949.4863	N = 2526
	between (inter-indiv.)		102.7991	-1541.494	74.76257	n = 278
	within (intra-indiv.)		333.7899	-14777.4	1566.788	T-bar = 9.08633
ROI	total	8.35347	29.28778	-447.3234	939.0953	N = 2526
	between (inter-indiv.)		18.56762	-48.77397	249.1197	n = 278
	within (intra-indiv.)		24.96464	-390.196	698.3291	T-bar = 9.08633
Price to book	total	3.146756	5.351684	-15.06849	153.2378	N = 2526
	between (inter-indiv.)		2.647607	-.8103009	26.28995	n = 278
	within (intra-indiv.)		4.661373	-29.44222	130.0946	T-bar = 9.08633
Nombre d'actionnaires étrangers	total	.5098971	.8617855	0	5	N = 2526
	between (inter-indiv.)		.7291843	0	4	n = 278
	within (intra-indiv.)		.5352832	-2.061532	3.84323	T-bar = 9.08633
Part de capital détenu par les actionnaires étrangers	total	6.802637	13.94366	0	90.1	N = 2526
	between (inter-indiv.)		13.54741	0	79.6625	n = 278
	within (intra-indiv.)		6.873169	-55.78308	86.89354	T-bar = 9.08633
Secteur industriel 2	total	.145289	.3524617	0	1	N = 2526
	between (inter-indiv.)		.34414	0	1	n = 278
	within (intra-indiv.)		0	.145289	.145289	T-bar = 9.08633
Secteur industriel 3	total	.2153603	.4111534	0	1	N = 2526
	between (inter-indiv.)		.404456	0	1	n = 278
	within (intra-indiv.)		0	.2153603	.2153603	T-bar = 9.08633
Secteur industriel 4	total	.1045131	.3059855	0	1	N = 2526
	between (inter-indiv.)		.3240244	0	1	n = 278
	within (intra-indiv.)		0	.1045131	.1045131	T-bar = 9.08633



Secteur industriel 5	total	.1718131	.3772926	0	1	N = 2526
	between (inter-indiv.)		.3622479	0	1	n = 278
	within (intra-indiv.)		0	.1718131	.1718131	T-bar = 9.08633
Secteur industriel 6	total	.1140143	.3178915	0	1	N = 2526
	between (inter-indiv.)		.3282253	0	1	n = 278
	within (intra-indiv.)		0	.1140143	.1140143	T-bar = 9.08633
Secteur industriel 7	total	.1595408	.3662521	0	1	N = 2526
	between (inter-indiv.)		.3689962	0	1	n = 278
	within (intra-indiv.)		0	.1595408	.1595408	T-bar = 9.08633
Secteur industriel 8	total	.0625495	.2421988	0	1	N = 2526
	between (inter-indiv.)		.2588586	0	1	n = 278
	within (intra-indiv.)		0	.0625495	.0625495	T-bar = 9.08633