



HAL
open science

L'institutionnalisation des codes de gouvernance en France et leur impact sur la gestion des résultats et la performance financière

Adam Elage

► **To cite this version:**

Adam Elage. L'institutionnalisation des codes de gouvernance en France et leur impact sur la gestion des résultats et la performance financière. Gestion et management. Clermont-Ferrand 1, 2016. Français. NNT: . tel-03623265

HAL Id: tel-03623265

<https://uca.hal.science/tel-03623265>

Submitted on 29 Mar 2022

HAL is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.

UNIVERSITÉ D'Auvergne
École Universitaire de Management
Ecole Doctorale des Sciences Économiques, Juridiques, Politiques et
de Gestion N° 245
Centre de Recherche Clermontois en Gestion et Management
(EA3849)

Thèse

Présentée à l'Université d'Auvergne
pour l'obtention du grade de DOCTEUR
(Décret du 5 juillet 1984)

Spécialité en Sciences de Gestion
Section CNU n° 06

Soutenue le 09 décembre 2016

ELAGE Adam

**L'institutionnalisation des codes de gouvernance
en France et leur impact sur la gestion des résultats
et la performance financière**

Directeur de recherche : **Yves MARD**

Professeur des universités, Université d'Auvergne

Rapporteurs :

Nicolas AUBERT

Professeur des universités, Université Aix-Marseille

Elisabeth WALLISER

Professeur des universités, Université Nice Sophia Antipolis

Suffragants :

Sylvain MARSAT

Professeur des universités, Université d'Auvergne

Géraldine BROYE

Professeur des universités, Université de Strasbourg

L'université n'entend donner aucune approbation ni improbation aux opinions émises dans les thèses; ces opinions doivent être considérées comme propres à leurs auteurs.

Remerciements

Il est vrai que la rédaction de ce manuscrit de thèse n'était pas évidente mais à présent, que je me retrouve face à mes remerciements, je me sens tout aussi impuissant. J'ai du mal à croire que ces années sont finies et que c'est le moment de fermer la porte sur cette aventure pour se projeter dans de nouvelles aventures.

Je tiens tout d'abord à remercier Prof. Nicolas AUBERT et Prof. Géraldine BROYE, qui m'ont fait l'honneur d'être rapporteurs de cette thèse, ainsi qu'aux Prof. Elisabeth WALLISER et Prof. Sylvain MARSAT pour avoir accepté de faire partie du jury.

Mes plus sincères remerciements vont à mon directeur de thèse, Prof. Yves MARD, directeur du laboratoire EA 3849 CRCGM, qui m'a dirigé durant ce travail. Je suis reconnaissant pour votre confiance, compétence, disponibilité, encouragement et patience.

Je remercie également tous les professeurs et les maîtres de conférences du laboratoire pour m'avoir accueilli au sein de leur équipe, et pour les conseils stimulants que j'ai eu l'honneur de recevoir de leur part en particulier M. Fabien ROUX pour son encouragement au niveau de l'enseignement.

J'ai pu travailler dans un cadre agréable grâce à l'ensemble des personnes dont j'ai fait connaissance lors de ma thèse. Je pense particulièrement à Ntxhee LY, secrétaire du laboratoire et à tous les doctorants et stagiaires que j'ai côtoyé pendant ce long travail.

Merci à toute l'équipe du laboratoire pour votre bonne humeur, et pour toutes les discussions autour d'un café ou lors de la pause de midi.

Je remercie mes amis avec qui j'ai partagé des moments très agréables.

Enfin, les mots les plus simples étant les plus forts, j'adresse toute mon affection à ma famille, et en particulier à mes parents, ma sœur et mes frères et Souna Elamoura (Ma Lune). Malgré mon éloignement, leur confiance et leur tendresse me portent et me guident tous les jours. Merci pour leur encouragement et leur soutien qui ont fait de moi ce que je suis aujourd'hui.

Merci à tous

Résumé

Deux décennies après la publication du premier code de gouvernance (CG) en France (rapport Viénot 1), le débat public sur l'efficacité et le contenu de ces CG reste un sujet d'actualité. L'impact des CG ainsi que l'importance des recommandations proposées par la publication des CG sont largement traités au niveau international mais les études empiriques traitant le contexte français, ne fournissent pas assez de réponses sur plusieurs questions fondamentales liées à l'institutionnalisation de CG en France. Ces questions concernent en particulier, l'amélioration de la conformité au code au cours du temps, l'effet de l'application du principe appliquer ou expliquer (AOE) prévu par la loi DDAC 2008 sur la conformité et l'impact de conformité aux recommandations du code sur les pratiques managériales.

Ainsi, dans la perspective de compléter ce manque dans la littérature et de participer à enrichir le débat concernant l'efficacité des CG dans le contexte français, nous avons conduit le présent travail qui est divisé en trois essais traitant la période 2006-2013 et portant sur les sociétés cotées du SBF 120. Les objectifs principaux de notre recherche sont d'étudier l'évolution et les déterminants de conformité ainsi que l'impact de la conformité concernant deux objectifs fondamentaux de l'élaboration de CG (la qualité d'information financière mesurée par la gestion comptable et réelle des résultats et la performance financière).

Les résultats de l'étude montrent que les sociétés cotées du SBF120 ont renforcé leur mise en conformité au code au cours du temps, en particulier suite à l'application de la loi de DDAC. En plus, nos études montrent plusieurs bénéfices tirés de l'institutionnalisation des CG en termes de qualité de l'information et de la performance comptable. Toutefois, la stratégie d'institutionnalisation des CG en France soutenue par différents acteurs économiques influents comme l'AMF, l'AFEP et le MEDEF ne semble pas avoir réussi à atteindre son objectif, de fait la conformité au CG n'est pas valorisée par les investisseurs comme structure efficace de gouvernance. En fait, une inefficacité de certaines recommandations de CG telles que les recommandations concernant les rémunérations des dirigeants est révélée dans notre étude. Ces résultats nous ont mené finalement à proposer plusieurs voies pour l'amélioration du contenu et de l'efficacité du CG français.

Mots clés : code de gouvernance – loi DDAC – principe appliquer ou expliquer – déterminants conformité - performance financière – gestion des résultats

Abstract

Two decades after the publication of the first code of governance (CG) in France (report Viénot 1), public debate on the effectiveness and the content of CG remains a hot topic. The impact of the CG and the importance of the proposed recommendations by the publication of CG are widely treated internationally but empirical studies addressing the French context, does not provide enough answers to several fundamental questions related to the institutionalization of CG in France. These questions include the improvement of compliance with the Code over time, the impact of applying the comply or explain (AOE) principle established by DDAC law in 2008 on this compliance and the effect of the compliance with the code on managerial practices.

Thus, in view to complete this gap in the literature and to participate in enriching the debate concerning the effectiveness of CG in the French context, we conducted this work which consists of three trials covering the 2006-2013 period and covering companies listed in the SBF 120. The main goals of our research are to study the evolution and the determinants of compliance with CG as well as the impact of compliance on two fundamental objectives of the CG development (quality of financial informations measured by the earnings management and financial performance).

The results of the study show that the SBF 120 listed companies have strengthened their compliance with the code over time, particularly following the enforcement of DDAC law. In addition, our studies show many benefits of institutionalizing the CG in terms of quality of financial information measured by the earnings management and and economic performance. However, the CG institutionalization strategy in France which is supported by several influential economic agents as the AMF, the AFEP and MEDEF does not seem to successfully achieve the valorisation target by investors. In fact, inefficiency of some CG recommendations such as recommendations concerning executive compensation is disclosed in our study. Finally, these results led us to propose several ways to improve the content and the effectiveness of the French CG.

Keywords: code of governance – DDAC law – comply or explain principle – compliance with governance code – financial performance – earnings management

Remarque sur la contribution aux travaux réalisés en collaboration

Ma thèse s'organise autour de trois articles. Deux d'entre eux (le premier et le troisième) ont été écrits seuls. Le deuxième article, analysant le lien entre la conformité au code de gouvernance et la gestion des résultats comptables, a été co-écrit avec mon directeur de thèse, le Pr. Yves Mard. La répartition du travail entre nous a été la suivante : le Pr. Mard s'est consacré principalement à l'étude de la littérature, et j'ai travaillé plus particulièrement sur l'étude empirique (méthodologie et tests). Nous avons toutefois collaboré sur l'ensemble du papier pour l'analyse des résultats et la rédaction de l'article.

Le premier article (L'institutionnalisation des codes de gouvernance en France via l'approche appliquer ou expliquer, le cas des sociétés du SBF 120) est présenté au :

- 37^{ème} congrès de l'Association Francophone de Comptabilité, (AFC) qui a eu lieu en mai 2016 à Clermont-Ferrand, France et à la 15^{ème} Conférence Internationale de Gouvernance (CIG), qui a eu lieu en mai 2016 à Montpellier, France.

Le deuxième article (L'institutionnalisation des codes de gouvernance en France et leur impact sur la gestion des résultats, le cas des sociétés du SBF 120) est :

- soumis dans Revue Comptabilité-Contrôle-Audit, (classement HCERES : A, CNRS : 2), en troisième tour.
- présenté au 36^{ème} congrès de l'AFC en 2015 à Toulouse, France et à la 14^{ème} Conférence Internationale de Gouvernance en 2015 à Québec, Canada.

Sommaire

Liste des figures	1
Liste des tableaux	2
Liste des abréviations	3
Introduction générale	4
Chapitre I - Contexte et cadre théorique de recherche	15
I. LE DEVELOPPEMENT DES CODES DE GOUVERNANCE	17
II. LA QUALITE DE L'INFORMATION FINANCIERE ET LA GESTION DES RESULTATS COMPTABLES	38
III. LES THEORIES SOUS-JACENTES A L'ETUDE DES CODES DE GOUVERNANCE	50
IV. LA REVUE DE LITTERATURE ET L'ARTICULATION DES QUESTIONS DE RECHERCHE	65
Chapitre II - L'institutionnalisation des codes de gouvernance en France via l'approche appliquer ou expliquer, le cas des sociétés du SBF 120	79
I. INTRODUCTION	81
II. CODES DE GOUVERNANCE ET MISE EN CONFORMITE AUX CODES	84
III. METHODOLOGIE DE LA RECHERCHE	90
IV. RESULTATS	95
V. CONCLUSION ET DISCUSSION	103
VI. ANNEXES	107
Chapitre III - L'institutionnalisation des codes de gouvernance en France et leur impact sur la gestion des résultats, le cas des sociétés du SBF 120	116
I. INTRODUCTION	118
II. LES CODES DE GOUVERNANCE ET LE PRINCIPE AOE EN FRANCE	121
III. CODE DE GOUVERNANCE ET GESTION DES RESULTATS COMPTABLES : REVUE DE LITTERATURE ET HYPOTHESES	124
IV. METHODOLOGIE DE LA RECHERCHE	131
V. RESULTATS	140

VI.	DISCUSSION ET CONCLUSION.....	152
VII.	ANNEXES	155
Chapitre IV- L'institutionnalisation des codes de gouvernance en France et leur impact sur la performance financière, le cas des sociétés du SBF 120.....		165
I.	INTRODUCTION.....	167
II.	L'INSTITUTIONNALISATION DES CODES DE GOUVERNANCE EN FRANCE 169	
III.	CODE DE ET PERFORMANCE : REVUE DE LITTERATURE ET HYPOTHESES 173	
IV.	METHODOLOGIE DE RECHERCHE.....	179
V.	RESULTATS	186
VI.	DISCUSSION ET CONCLUSION.....	198
VII.	ANNEXES	201
Chapitre V - Conclusion et discussion générale		209
I.	SYNTHESE DES PRINCIPAUX RESULTATS ET DISCUSSION.....	210
II.	DISCUSSION	212
III.	CONTRIBUTION	217
IV.	LIMITES ET PERSPECTIVES ET DE LA RECHERCHE.....	220
Références		222

Liste des figures

Introduction générale et chapitre I

Figure 1 : Représentation schématique du plan de la thèse.....	14
Figure 2 : La diffusion transnationale des CG d'entreprises dans le monde sur la période 1992-2014 (Cuomo et al., 2015).	19
Figure 3 : La création mondiale de codes de bonne gouvernance par les institutions transnationales dans la période 1995-mi 2008 (Aguilera et Cuervo-Cazurra, 2009).....	21
Figure 4 : Articulation des questions de la recherche	76

Chapitre II

Figure 1 : Evolution du score de conformité au code de gouvernance entre 2006 et 2013	96
---	----

Chapitre III

Figure 1 : Evolution du score de conformité au code de gouvernance entre 2006 et 2013 ...	142
---	-----

Chapitre IV

Figure 1 : Evolution du score de conformité au code de gouvernance entre 2006 et 2013 ...	188
---	-----

Liste des tableaux

Chapitre I

Tableau 1 : Mesures de la qualité d'information financière selon la nature des données utilisées (Casta et Stolowy, 2012).	42
Tableau 2 : Classification des mesures de qualité de l'information financière proposée par Barth <i>et al.</i> , (2008).	43

Chapitre II

Tableau 1 : Constitution de l'échantillon d'étude	91
Tableau 2 : Statistiques descriptives des variables.....	95
Tableau 3 : Analyse descriptive univariée du score de conformité.....	97
Tableau 4 : Analyse descriptive univariée du score de conformité dans les sociétés contrôlées	97
Tableau 5 : Les déterminants du score annuel de conformité	100
Tableau 6 : Les déterminants de l'évolution du score de conformité	102

Chapitre III

Tableau 1 : Constitution des échantillons d'étude et d'estimation.....	133
Tableau 2 : Statistiques descriptives des variables.....	141
Tableau 3 : Analyse descriptive univariée du score de conformité.....	142
Tableau 4 : Tests de comparaison de la gestion des résultats selon le niveau de conformité	144
Tableau 5 : Lien entre la gestion des résultats et le score de conformité	146
Tableau 6 : Lien entre la gestion des résultats et l'évolution du score de conformité	147
Tableau 7 : Lien entre la gestion des résultats et les sous-scores de conformité	150

Chapitre IV

Tableau 1 : Constitution des échantillons d'étude.....	181
Tableau 2 : Statistiques descriptives des variables.....	187
Tableau 3 : Analyse descriptive univariée du score de conformité.....	189
Tableau 4 : Tests de comparaison de la performance financière selon le niveau de conformité	190
Tableau 5 : Lien entre la performance financière et le score de conformité	191
Tableau 6 : Lien entre la performance financière et l'évolution du score de conformité	194
Tableau 7 : Lien entre la performance financière et les sous-scores de conformité	196

Liste des abréviations

AFEP	Association Française des Entreprises Privées
AMF	Autorité des Marchés Financiers
AOE	Appliquer ou expliquer
CA	Conseil d'administration
CG	Code de gouvernance
CNPF	Conseil National du Patronat Français
PDG	Président du Conseil et Directeur Général
EAU	Emirats Arabes Unis
FASB	Financial Accounting Standards Board
FMI	Fonds monétaire international
GR	Gestion des résultats
GRC	Gestion du résultat comptable
GRR	Gestion réelle du résultat
IASB	Bureau international des normes comptables
IFRS	International Financial Reporting Standards
ISS	Institutional Service Actionnaires
MB	Market-to-book
MEDEF	Mouvement des Entreprises de France
OCDE	Coopération et de Développement Economiques
PCG	Plan comptable général
PDG	Président du Conseil et Directeur Général
ROA	Rentabilité des actifs
SBF	Sociétés des Bourses Françaises
SC	Score de conformité
SEC	Securities Exchange Commission
SFAC	Statement of Financial Accounting Concepts
SURV	Conseil de surveillance et de directoire

INTRODUCTION GENERALE

"Chaque bonne réalisation, grande ou petite,
connait ses périodes de corvée et de triomphe,
un début, un combat et une victoire."

Ghandi

Apparus dans les années 80 dans les pays développés comme une des principales réponses aux crises et scandales financiers successifs (Aguilera et Cuervo-Cazurra, 2004; Enrione et al., 2006; Wirtz, 2008a), les codes de gouvernance, constituées d'un ensemble de principes ou de recommandations volontaires en matière de gouvernance d'entreprise, sont devenus un sujet de débat très riche dans la littérature académique et le monde des entreprises. Au cours du temps, les publications des codes de gouvernance (noté CG ci-après) et le nombre de pays qui se sont impliqués dans l'adoption de CG s'est multiplié, en particulier suite à des scandales dévastateurs comme par exemple les grandes faillites d'entreprises américaines telles qu'Enron ou WorldCom en 2002 (Wirtz, 2008a). Par ailleurs, de plus en plus de pays en développement publient des CG. Jusqu'en 2014, le nombre des pays en développement qui ont publié des CG a atteint 53 pays avec 103 CG alors que 242 CG ont été publiés dans 38 pays développés (Cuomo et al., 2015). En conséquence, les CG sont devenus une partie de l'environnement institutionnel de l'entreprise (Aguilera et Cuervo-Cazurra, 2004, 2009; Hooghiemstra, 2012; Seidl et al., 2013).

L'objectif principal de la publication des CG est d'améliorer la structure de gouvernance de l'entreprise et de renforcer la qualité et la transparence des informations fournies par l'entreprise (Aguilera et Cuervo-Cazurra, 2004). Ainsi, la plupart des codes comprennent des recommandations relatives aux mécanismes susceptibles de discipliner les dirigeants, avec des exigences de divulgation d'informations dont l'objectif de surveiller le comportement opportuniste des dirigeants et de limiter l'asymétrie d'information entre les dirigeants et les actionnaires (Aguilera et Cuervo-Cazurra, 2009; Charreaux et Wirtz, 2007; Gregory, 2002; O'Shea, 2005; Wirtz, 2008a). Ces mécanismes portent notamment sur l'équilibre entre les administrateurs exécutifs et non-exécutifs indépendants, la nécessité d'une information opportune et de qualité fournie sur le conseil d'administration et leurs comités et la présence d'un système efficace de contrôle interne (Gregory, 2002; Wirtz, 2004a). La nature disciplinaire des recommandations des CG découle du contexte historique du développement des CG et trouve son fondement théorique dans la théorie d'agence (Aguilera et Cuervo-Cazurra, 2004; Wirtz, 2004a). Dans ce cadre, Keasey et al., (2005) suggèrent que la réforme de la gouvernance d'entreprise au Royaume-Uni a commencé avec la création du Comité Cadbury (publication du code Cadbury¹ en 1992), suite aux scandales de BCCI et Maxwell en 1991, en réponse à trois questions principales : le manque de confiance relatif aux

¹ Intitulé "Financial Aspects of Corporate Governance" et établi par « Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance » présidé par Adrian Cadbury

informations financières publiées par les dirigeants, les défaillances d'entreprises et la rémunération excessive des dirigeants. Le rôle significatif du code Cadbury dans le processus d'institutionnalisation des CG au niveau international est clairement démontré dans la littérature théorique et empirique traitant des CG (Enrione et al., 2006; Sergakis, 2014; Zattoni et Cuomo, 2008).

Les différents faits liés à la diffusion progressive des CG comme la nature volontaire des CG au niveau mondial, la variété des acteurs nationaux et internationaux impliqués dans l'élaboration et la promotion des CG (dont des organisations très influentes comme l'OCDE et le FMI), les fondements théoriques communs entre les recommandations de ces CG et l'hétérogénéité des caractéristiques institutionnelles de chaque pays, ont imposé plusieurs questions fondamentales aux plans pratique et théorique.

Dans ce cadre, la littérature sur les CG peut se présenter selon deux perspectives principales. La première traite, par le biais des études comparatives entre les pays, les questions de recherche liées à l'institutionnalisation des CG au niveau international concernant par exemple les motivations de publication de CG, la nature et les rôles des acteurs impliqués dans la rédaction des CG, les contenus des CG et l'impact des spécificités du contexte institutionnel des pays sur l'institutionnalisation et l'efficacité des CG (Aguilera et Cuervo-Cazurra, 2004, 2009; Enrione et al., 2006; Renders et al., 2010; Salterio et al., 2013; Zattoni et Cuomo, 2008).

La deuxième traite les questions d'efficacité de la mise en place de CG au niveau national, par l'étude de sa capacité à améliorer la conformité aux recommandations des CG et les déterminants de cette conformité ainsi que l'impact de cette conformité sur les différentes pratiques managériales. Ces notions d'efficacité conduisent à la question des bénéfices de la conformité en termes de performance de l'entreprise. Plusieurs études ont traité ces questions comme celles de (Arcot et al., 2010; Conyon, 1994; Hooghiemstra, 2012; Krambia-Kapardis et Psaros, 2006; Seidl et al., 2013; Werder et Talaulicar, 2006). Dans cette vaste base de littérature, un débat vif sur l'efficacité et les limites des CG et sur les rôles des différentes caractéristiques spécifiques de l'entreprise ou du contexte institutionnel à influencer l'impact de CG est présenté. L'importance de ce débat vient des crises et scandales financiers successifs qui ont montré la nécessité de renforcer l'efficacité des structures de gouvernance existantes (Aguilera et Cuervo-Cazurra, 2009; Enrione et al., 2006). Cette importance explique la multitude des études traitant des CG dans plusieurs pays tels que l'Allemagne. Par

exemple, (Kohl et al., 2011; Seidl et al., 2013; Stiglbauer et Velte, 2012; Thomas Kaspereit et al., 2015; Werder et Talaulicar, 2006) et le Royaume-Uni par exemple, (Arcot et al., 2005 ; Banseh et Khansalar, 2016; Conyon, 1994 ; McKnight et Weir, 2009 ; Weir et al., 2002). Il est intéressant de noter que le débat sur l'efficacité des CG se retrouve dans la récente littérature qui essaie toujours de répondre à ces questions (Banseh et Khansalar, 2016 ; Rose, 2016; Safari et al., 2015; Santhosh Abraham et al., 2015; Tariq et Abbas, 2013; Thomas Kaspereit et al., 2015).

Dans le contexte français, le débat officiel sur les CG a commencé assez tôt avec la publication du rapport de Viénot 1 en 1995 (Charreaux et Wirtz, 2007; Wirtz, 2008a, 2004b). Ce rapport a été suivi par plusieurs versions successives comme le rapport Viénot 2 en 1999 et le rapport AFEP-MEDEF en 2003. Toutefois, jusqu'en 2008, les entreprises n'avaient aucune obligation de se référer à ces rapports ou à un autre référentiel de gouvernance (Refait-Alexetre et al., 2014; Wirtz, 2008b). C'est le vote de la loi du 3 juillet 2008 portant diverses dispositions d'adaptation du droit des sociétés au droit communautaire (dite « loi DDAC») qui a renforcé la présence des CG dans les pratiques de gouvernance des sociétés cotées. La loi DDAC précise que « *les sociétés dont les titres financiers sont admis aux négociations sur un marché réglementé sont tenues de se conformer ou d'expliquer leur non-conformité au regard d'un code de gouvernance d'entreprise élaboré par une organisation représentative des entreprises* »². Ainsi, fondée sur le principe « appliquer ou expliquer » (présenté désormais sous l'abréviation AOE), la loi permet aux sociétés de ne pas se rattacher à un tel code mais dans ce cas elles doivent expliquer ce choix et indiquer les règles de gouvernance retenues en complément des exigences légales. Suite à la loi DDAC, le code de gouvernance d'entreprise AFEP-MEDEF est publié en décembre 2008. Pour la première fois leur rapport s'intitule « code de gouvernance ». Il regroupe les principes de gouvernement d'entreprise résultant de la consolidation du rapport AFEP-MEDEF publié en 2003 et de leurs recommandations de janvier 2007 et d'octobre 2008 sur la rémunération des dirigeants mandataires sociaux des sociétés cotées.

Deux décennies après la publication du premier rapport Viénot, le débat public sur l'efficacité et le contenu de ces CG reste un sujet d'actualité. On peut citer plusieurs exemples récents dont la polémique sur les rémunérations de certains dirigeants des grandes sociétés françaises (la polémique sur les rémunérations de Carlos Ghosn le PDG de Renault et de

² Loi n° 2008-649 du 3 juillet 2008, insérant un nouvel alinéa 7 à l'art. L. 225-37 du Code de commerce français, suite à la transposition de la quatrième directive européenne en droit des sociétés.

Nissan)³, bien que le sujet des rémunérations des dirigeants soit traité dans les différents CG français successifs, avec par exemple les recommandations sur la politique de rémunération variable. Un deuxième exemple est le record historique des dividendes des actionnaires français publiés début 2016⁴, bien que les CG français successifs insistent dans sa définition de la fonction du conseil d'administration sur l'intérêt social de l'entreprise : « *Quelles que soient la composition ou les modalités d'organisation du conseil d'administration, ce dernier est et doit demeurer une instance collégiale qui représente collectivement l'ensemble des actionnaires et à qui s'impose l'obligation d'agir en toutes circonstances dans l'intérêt social de l'entreprise.* »⁵. Dans cette perspective, les efforts continuent pour améliorer et discuter les CG français. Par exemple, l'Autorité des Marchés financiers (AMF) a mené en 2016 une étude comparant le code AFEP-MEDEF avec 9 codes de pays européens « *afin d'identifier les meilleures pratiques en Europe et d'alimenter ses réflexions sur le gouvernement d'entreprise* »⁶.

Malgré l'importance des questions imposées par la publication des CG et la richesse dans la littérature concernant l'impact des CG au niveau international, les études empiriques traitant le contexte français, ne fournissent pas assez de réponses sur plusieurs questions fondamentales liées à l'institutionnalisation de CG en France, en particulier, l'amélioration de la conformité au cours du temps et l'effet de l'application du principe AOE prévu par la loi DDAC sur la conformité, et les pratiques managériales.

Dans le contexte français, nous avons trouvé deux études qui traitent de manière directe des CG français et de leur institutionnalisation. La première étude (Wirtz, 2008b) constitue une introduction au débat sur l'institutionnalisation des CG en France, publiée en mai 2008, , donc avant la loi de DDAC de juillet 2008. Sans évaluer directement la conformité aux recommandations d'un CG précis, l'auteur discute des indicateurs qui montrent le rôle du temps dans l'institutionnalisation de CG de 2004 jusqu'à 2007. Par contre, compte tenu de la date de l'adoption de loi de DDAC, l'étude ne traite pas de l'impact de l'adoption de la loi sur

³ Les Echos par JEAN-MARC VITTORI Le 24/05/2016, « Salaire des PDG : une polémique sans frontières », En savoir plus sur <http://business.lesechos.fr/directions-generales/metier-et-carriere/remuneration/021956707376-salaire-des-pdg-une-polemique-sans-frontieres-210718.php?OSBImolPGGLbJWpk.99>

⁴ Dividendes : la France, championne d'Europe » Franceinfo, 2016-08-25T23:12:19+02:00. <http://www.francetvinfo.fr/economie/entreprises/dividendes-la-france-championne-d-europe-1795404.html>

La France championne d'Europe des dividendes versés en 2015, pourquoi y voir les excès d'un capitalisme fou passe à côté du problème. Read more at <http://www.atlantico.fr/decryptage/france-championne-europe-dividendes-verses-en-2015-pourquoi-voir-exces-capitalisme-fou-passe-cote-probleme-jean-paul-betbeze-2600197.html#K9jpfKKbhFtibkS0.99>

⁵ code AFEP-MEDEF décembre 2008 (P. 8) et rapport Vienot 1995 intitulé « le conseil d'administration des sociétés cotées» (P. 3)

⁶ Une étude comparative sur les CG dans 10 pays européens publiée par l'AMF en 2016 (P. 3).

l'institutionnalisation des CG ainsi qu'elle ne propose pas une étude empirique explicative en intégrant les variables de contrôle étudiées dans la littérature qui peuvent expliquer les motivations de la conformité au CG par l'entreprise.

La deuxième étude (Refait-Alexandre et al., 2014) porte sur les déterminants de conformité au CG de l'AFEP-MEDEF pour seulement la première année suite à l'application de loi de DDAC de 2008. Elle montre le rôle de la recherche de légitimité par l'entreprise dans la mise en conformité au code. Néanmoins, l'étude se limite à l'analyse de la conformité à six recommandations du code sur une seule année. De plus, elle n'apporte pas de réponses aux questions concernant l'impact de la loi de DDAC sur l'institutionnalisation des CG au cours du temps, alors que la littérature sur l'application des CG par le principe AOE montre que l'amélioration de conformité arrive progressivement au cours du temps (Akkermans et al., 2007; MacNeil et Xiao Li, 2006; Price et al., 2011). Les rapports annuels publiés par l'AMF ou par l'association de l'AFEP et du MEDEF indiquent d'ailleurs une amélioration progressive des conformités au cours du temps. Plusieurs recommandations susceptibles d'influencer l'efficacité des CG n'étaient pas en outre prises en compte par l'étude de Refait-Alexandre (2014), comme le respect du nombre maximal de mandat des administrateurs ou l'existence d'un règlement intérieur pour le conseil de direction. En outre, à notre connaissance, aucune étude n'a analysé l'efficacité de l'institutionnalisation des CG dans le contexte français suite à la loi de DDAC, ni la question fondamentale de l'impact de la loi sur les pratiques managériales et les bénéfices éventuels de la conformité au CG en termes de la qualité d'information financière ou de performance.

L'importance de l'évaluation de l'efficacité des CG français dans le débat public et l'absence de réponses dans la littérature académique, nous conduisent à établir la problématique de notre recherche :

Près de deux décades après la publication du premier code de gouvernance en France, ces codes ont-ils réussi à améliorer de manière significative les structures de gouvernance des sociétés cotées et à influencer les pratiques managériales, notamment suite à la loi de DDAC en 2008 ?

Le traitement de cette problématique nous a mené à construire notre travail doctoral autour de deux questions principales, traitées à travers trois recherches sur l'institutionnalisation et l'efficacité des codes de gouvernance dans le contexte français :

- i) Tout d'abord, la première question porte sur la **capacité d'une approche flexible** telle que l'approche « appliquer ou expliquer » **à améliorer le niveau de conformité aux CG** dans le contexte français, ainsi que sur les déterminants de conformité dans ce contexte (**article 1**).
- ii) La seconde question est la suivante : le **niveau de la conformité aux recommandations** des CG et l'amélioration de la conformité suite à la loi DACC **ont-ils eu un effet bénéfique sur les pratiques managériales**? Afin de répondre à cette question, nous avons étudié l'effet de la conformité et de l'amélioration de cette conformité sur deux aspects essentiels liés aux fondements théoriques des préoccupations managériales des CG et largement étudiés dans la littérature : la qualité de l'information financière et la performance de l'entreprise :

➤ *la qualité des informations financières mesurée par la gestion des résultats*

Le développement historique des CG montre que ces codes ont constitué une des réponses institutionnelles aux scandales et crises financiers liés à la manipulation des informations financières comme par exemple Enron 2001 et Tyco, WorldCom 2002, Parmalat en Italie. « Ces exemples extrêmes de fraude comptable ont montré à quel point l'information comptable constitue un enjeu pour les dirigeants d'entreprise. Or, sans enfreindre les règles comptables, ces dirigeants ont la possibilité d'influencer la présentation et le contenu des états financiers » (Mard, 2004). En effet, la latitude dont les managers disposent dans leurs décisions leur permet de façonner l'information comptable dans le respect du cadre légal. En particulier, le résultat comptable est une variable sur laquelle les dirigeants peuvent souhaiter agir. On parle alors de gestion des résultats (GR) (Schipper, 1989). Dans la théorie, un des objectifs principaux du développement des CG est de diminuer l'asymétrie de l'information et d'améliorer la qualité de l'information financière (Keasey et al., 2005). En résultat, une amélioration de la conformité effective aux recommandations de CG devrait conduire à une structure de gouvernance plus efficace et capable de limiter la capacité des dirigeants à gérer leurs résultats (Banseh et Khansalar, 2016; Chen et Zhang, 2014; Keasey et al., 2005; Price et al., 2011). Nous nous interrogeons donc, dans le contexte français, sur le lien entre la conformité au code de gouvernance et la gestion des résultats (**article 2**).

➤ *La performance financière de l'entreprise*

Dans la théorie d'agence qui représente la base théorique des CG, une structure efficace de gouvernance doit renforcer le contrôle sur les dirigeants, améliorer la surveillance et

l'alignement de leurs décisions aux intérêts des actionnaires et renforcer la confiance des actionnaires dans les décisions prises par les dirigeants. En conséquence, une amélioration effective dans la structure de gouvernance doit aboutir à diminuer les coûts d'agence et à améliorer la performance de l'entreprise (Price et al., 2011; Rose, 2016; Tariq et Abbas, 2013). Nous étudions donc, dans le contexte français, le lien entre la conformité au code de gouvernance et la performance financière de l'entreprise (**article 3**).

Afin de répondre à ces questions, nous avons construit notre recherche en quatre chapitres.

Le premier chapitre présente le contexte et le cadre théorique de notre recherche. Dans le but d'établir notre problématique de recherche, nous exposons dans un premier temps, le développement historique des codes de gouvernance au niveau international et ensuite dans le contexte français. Les différents acteurs impliqués dans le processus d'élaboration et d'évolution des CG ainsi que les fondements de ces codes sont également présentés. Dans un deuxième temps, nous présentons le concept de qualité d'information financière comme point de départ de notre étude sur la gestion des résultats. Ensuite, nous discutons les définitions des deux modalités de gestion des résultats (comptable et réelle) et la différence entre ces modalités. Dans un troisième temps, nous développons le cadre théorique (la théorie d'agence et la théorie institutionnelle) qui permet d'expliquer l'efficacité de la mise en place des CG par la loi DDAC. Enfin, la revue de la littérature et l'articulation de notre question de recherche sont présentées.

Le deuxième chapitre porte sur et l'amélioration de la conformité à ces codes. Nous étudions l'institutionnalisation des CG dans le contexte français à partir d'un score de conformité fondé directement sur le code de gouvernance AFEP-MEDEF. Ce score est composé d'un ensemble de 28 recommandations, assez large par rapport aux études précédentes (Refait-Alexandre et al., 2014; Wirtz, 2008b). Notre étude porte sur un échantillon de 113 sociétés françaises cotées issues de l'indice SBF120 (Sociétés des Bourses Françaises) sur la période [2006, 2013]. De plus nous avons étudié les déterminants de conformité.

En mobilisant la théorie institutionnelle qui permet d'expliquer différents mécanismes de pression institutionnelle liés à l'application de la loi de DDAC, cette étude montre que la loi DDAC a réussi à renforcer l'institutionnalisation des CG dans les sociétés de l'échantillon

d'étude. Par ailleurs, nos résultats montrent que plusieurs caractéristiques spécifiques de l'entreprise liées à la recherche de légitimité, ont influencé la réponse à la pression institutionnelle exercée par les CG dans le contexte français, limitant ainsi l'harmonisation des pratiques de gouvernance entre les sociétés de notre échantillon, malgré le renforcement de pression intentionnel suite à la loi de DACC.

Dans le **chapitre 3**, nous étudions l'impact de l'institutionnalisation des CG sur la gestion des résultats dans le contexte français. Nous avons analysé cet impact à la fois sur la gestion comptable et sur la gestion réelle des résultats. Les mesures de gestion comptable se fondent sur l'analyse des *accruals*⁷ des entreprises, nous les avons estimés par deux modèles, le modèle de Dechow et Dichev (2002) et le modèle de Kothari et al., (2005). Afin d'étudier les mesures de gestion réelle, à l'instar de Roychowdhury (2006), nous avons utilisé trois modèles qui portent sur la gestion des ventes, les dépenses discrétionnaires et la surproduction. Après avoir estimé les mesures de gestion des résultats par les 5 modèles à partir des 406 sociétés cotées sur le marché Euronext de Paris, nous avons mené des analyses sur l'effet de conformité sur les différentes mesures de gestion des résultats dans les sociétés du SBF 120 sur la période d'étude [2006, 2013]. De plus, dans le but d'approfondir notre analyse sur la relation entre la conformité et la gestion de résultats, nous avons regroupé les 28 recommandations en trois sous-groupes suivant leur nature (exigences liées au conseil d'administration, aux comités de conseil, aux dirigeants et leurs rémunérations) permettant d'étudier la relation entre les trois sous scores et les différentes mesures de gestion de résultat.

Nos analyses montrent un bénéfice de l'institutionnalisation des CG en termes de qualité d'information mesurée par la gestion des résultats. Par ailleurs, les moyennes des mesures de gestion des résultats sont influencées négativement et significativement par l'amélioration du score de conformité entre les deux périodes [2006, 2009] et [2010, 2013]. Ces résultats montrent la capacité des acteurs du marché français à assurer un certain niveau d'efficience de la conformité déclarée par l'entreprise et à influencer les pratiques managériales de gestion des résultats.

⁷ Le terme « *accruals* » est traduit par certaines études françaises comme « variables comptables de régularisations ». Il s'agit des charges et produits comptables calculés (dotations aux amortissements et provisions, reprises sur provisions en plus des éléments de la variation de besoin en fonds de roulement). Ce concept sera présenté plus en détail dans la section II relative à la GR.

Enfin, le **quatrième chapitre** s'intéresse à l'impact de l'institutionnalisation des CG sur la performance financière. Nous avons utilisé deux mesures de la performance. Une mesure basée sur l'information comptable et la rentabilité des actifs (ROA) et une mesure de valorisation par le marché Market to BOOK (MB). Ces deux mesures sont largement utilisées dans la littérature (Renders et al., 2010; Stiglbauer,2010; Rose, 2016). Ensuite, nous avons étudié les effets de la relation entre les trois sous scores (exigences liées au conseil d'administration, aux comités de conseil, aux dirigeants et leurs rémunérations) et les mesures de performance.

Les résultats de notre étude suggèrent que la conformité au CG et l'amélioration de cette conformité sont positivement et significativement associées à la performance comptable historique publiée par l'entreprise. Toutefois, la stratégie d'institutionnalisation des CG en France, appuyée par différents acteurs économiques influents comme l'AMF, l'AFEP le MEDEF) ne semble pas avoir réussi à atteindre son objectif, de fait la conformité au CG n'est pas valorisée par les investisseurs comme structure efficace de gouvernance. Ainsi, suite à l'application du principe AOE par la loi, la conformité au CG ne semble pas être valorisée par les investisseurs

Finalement, nous concluons sur l'ensemble de ce travail traitant l'institutionnalisation des CG et leur impact sur la GR et sur la performance en récapitulant les principaux résultats, puis en présentant la contribution sur le plan théorique, méthodologique et managériale et pour les organes en charge de la réglementation de la gouvernance pour en finir par les limites et les perspectives de recherche.

La démarche générale de notre recherche est représentée sur la figure 1.

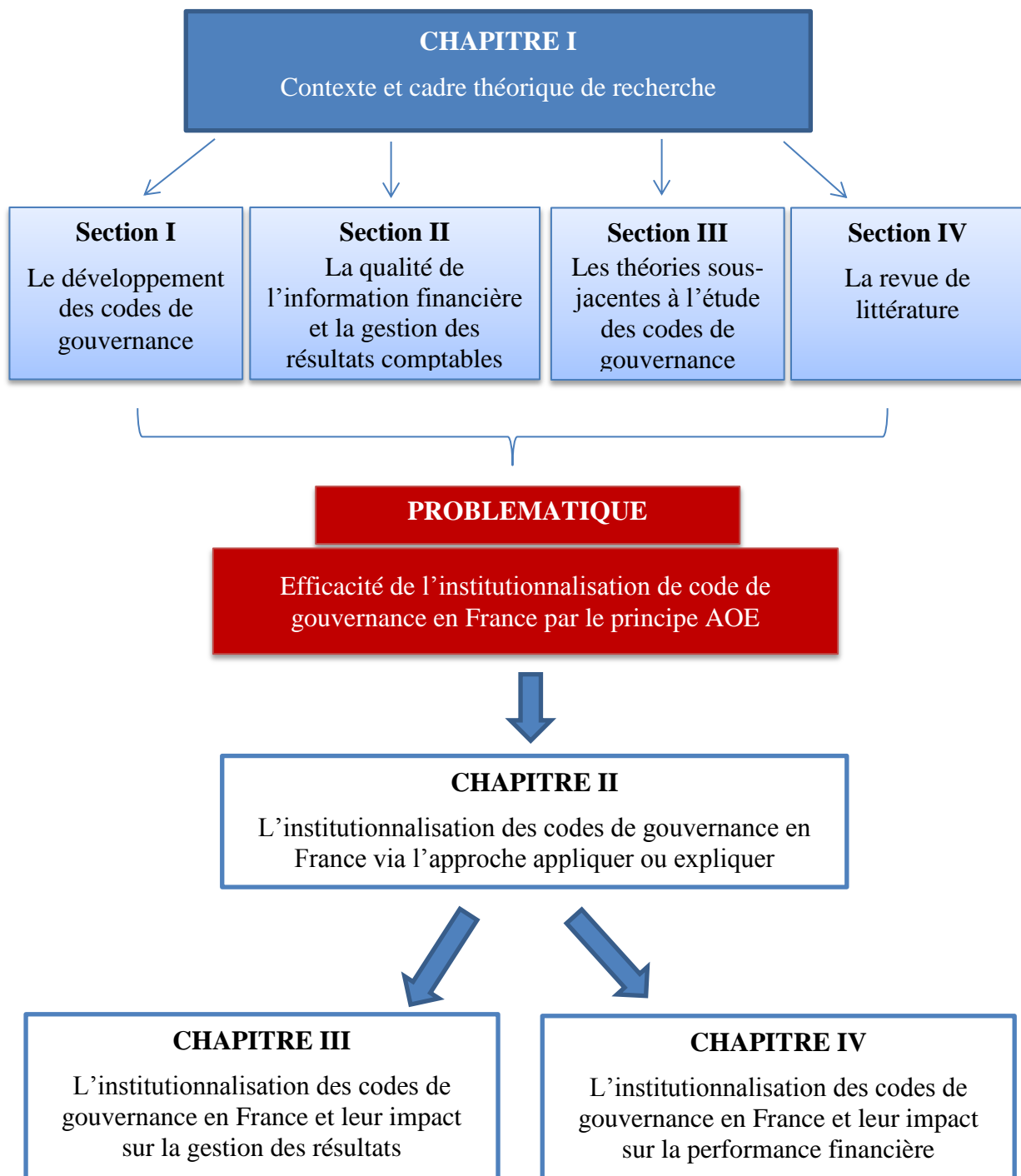


Figure 1 : Représentation schématique du plan de la thèse

CHAPITRE I

Contexte et cadre théorique de recherche

L'objectif du présent chapitre est de présenter le contexte de l'étude et l'état de l'art sur les CG afin d'établir la problématique de recherche. Il est ainsi divisé en quatre parties.

La première partie (I) sera consacrée à présenter le développement des CG au niveau international et dans le contexte français.

La deuxième partie (II) traite la qualité de l'information financière et la gestion des résultats comptables.

Dans la troisième partie (III) est abordée les théories sous-jacentes à l'étude des codes de gouvernance alors que dans quatrième partie (IV), une revue de la littérature est établie pour en finir par la problématique et les questions de recherche.

I. LE DEVELOPPEMENT DES CODES DE GOUVERNANCE

Nous présentons dans cette section le développement historique des codes de gouvernance au niveau international et ensuite dans le contexte français. Les différents acteurs impliqués dans le processus d'élaboration et d'évolution des CG ainsi que les fondements de ces codes sont également présentés.

I.1. L'institutionnalisation des codes de gouvernance au niveau international

L'émergence des codes de gouvernance dans la période 1980-1990 représente jusqu'aujourd'hui une partie des débats sur la bonne gouvernance qui se ré-ouvre régulièrement à l'occasion des crises financières ou de la baisse de performance. Dans la littérature, ce débat trouve son origine bien avant, plus précisément suite au krach boursier de 1929 (Wirtz, 2008a). Cette crise financière était l'origine de débats intenses concernant les structures d'incitation et de contrôle au sein des grandes sociétés cotées. Suite à cette crise, Berle et Means (1932) ont montré en détail dans leur travail intitulé « The modern corporate and private property » comment les dirigeants dans les grandes sociétés cotées sont faiblement contrôlés et comment les actionnaires rencontrent des difficultés pour protéger leurs intérêts en raison de la séparation de la propriété de la gestion et de la forte dispersion de l'actionnariat. Ces débats ont entraîné la mise en place de plusieurs réformes dont la création du gendarme de la Bourse américaine : la Securities Exchange Commission (SEC) (Wirtz, 2008a).

Un code de gouvernance d'entreprise est défini selon Aguilera et Cuervo-Cazurra (2004, 2009) comme un ensemble de principes, de recommandations, de normes ou de meilleures pratiques volontaires, élaboré par un organe collectif et relatif à la gouvernance interne des sociétés. Ce code s'applique habituellement au niveau d'un pays ou d'un espace géographique donné. En général, les codes de bonnes pratiques sont conçus pour répondre à des carences ou à des déficiences dans le système juridique (Aguilera et Cuervo-Cazurra, 2004; Chizema, 2008). Alves et Mendes (2004) ajoutent à cette définition que les recommandations des codes exigent de fournir des informations claires portant sur l'adoption de structures organisationnelles plus transparentes afin de restaurer la confiance des investisseurs,

améliorant ainsi la performance des sociétés (Akkermans et al., 2007; Chizema, 2008; Werder et al., 2005). En se basant sur ces définitions, la présente section s vise à présenter l'évolution historique des CG. Cette évolution constitue un facteur essentiel permettant d'expliquer la nature de ces codes, leurs processus d'institutionnalisation, leurs objectifs et les critiques adressées à ces codes.

I.1.1. Développement historique des codes de gouvernance

Le premier code de bonne gouvernance a été publié en 1978 aux États-Unis⁸ en réaction à la vague de prises de contrôle hostiles qui caractérisait l'époque des grands conglomérats aux États-Unis (Enrione et al., 2006). Mais ce ne fut qu'en 1989 qu'un deuxième code de bonne gouvernance est apparu dans un autre pays : Hong Kong. Par la suite, en 1991, l'Irlande était le troisième pays à émettre un code en 1991. Le rythme de l'émission s'est accéléré depuis, en particulier après 1992, lorsque l'influent rapport Cadbury⁹ a été publié au Royaume-Uni (Cuervo-Cazurra et Aguilera, 2004). Le contexte d'élaboration de ces codes dans les années 1980 était marqué par le changement de « business modèles » de conglomérats à des « core compétences ». Ce changement a été marqué par la baisse des performances de nombreuses entreprises en Europe (Enrione et al., 2006). En parallèle, les marchés financiers ont connu un ensemble de pratiques abusives des actionnaires majoritaires au détriment des actionnaires minoritaires. Ces pratiques ont engendré de grands scandales financiers tels que les scandales de la BCCI et de Maxwell en 1991 (Aguilera et Cuervo-Cazurra, 2009; Waweru et Riro, 2013).

Le rapport Cadbury a constitué, un réel changement de perspectives. D'un côté, son sous-titre : « un code de meilleures pratiques » (p. 57) correspondait à l'approche actionnariale disciplinaire de la gouvernance du fait que ses recommandations étaient basées sur une vision disciplinaire (Wirtz, 2008a). D'un autre côté, c'était le premier code proposant le principe « comply or explain » comme base d'application des recommandations en termes de gouvernance d'entreprise (Enrione et al., 2006; Sergakis, 2014). Ce rapport a suscité un débat sur la bonne gouvernance à la suite duquel différents acteurs influents se sont engagés à développer et à promouvoir ces codes, ce qui a abouti à l'introduction rapide de codes dans d'autres pays (Aguilera et Cuervo-Cazurra 2009; Wirtz 2004; O'Shea 2005). C'est ainsi qu'en

⁸ Code publié par Business Roundtable intitulé « The Role and Composition of the Board of Directors of the Large Publicly Owned Corporations »

⁹ Intitulé « Financial Aspects of Corporate Governance » et établi par « Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance » présidé par Adrian Cadbury

2008, 64 pays ont émis au moins un code de bonne gouvernance (Aguilera et Cuervo-Cazurra, 2009). En 2014, 91 pays avaient mis en place 345 codes différents de bonne gouvernance (Cuomo et al., 2015). Dans la littérature traitant des CG (littérature théorique, de même que les études empiriques qui seront abordées plus en détails dans la section suivante), on trouve un consensus sur le rôle significatif du code Cadbury et son approche « appliquer ou expliquer » (AOE) dans le processus d'institutionnalisation des CG au niveau international (Enrione *et al.*, 2006; Sergakis, 2014; Zattoni et Cuomo, 2008).

Le développement historique du nombre de nouveaux codes et d'institutions mettant en place des codes entre 1992 et 2014 est résumé dans la figure 2 (Cuomo et al., 2015). Nous constatons deux pics de publication des codes : le premier en 1999 faisant suite à la crise asiatique et le deuxième en 2002, correspondant aux grandes faillites d'entreprises américaines telles qu'Enron ou WorldCom (Wirtz, 2008a).

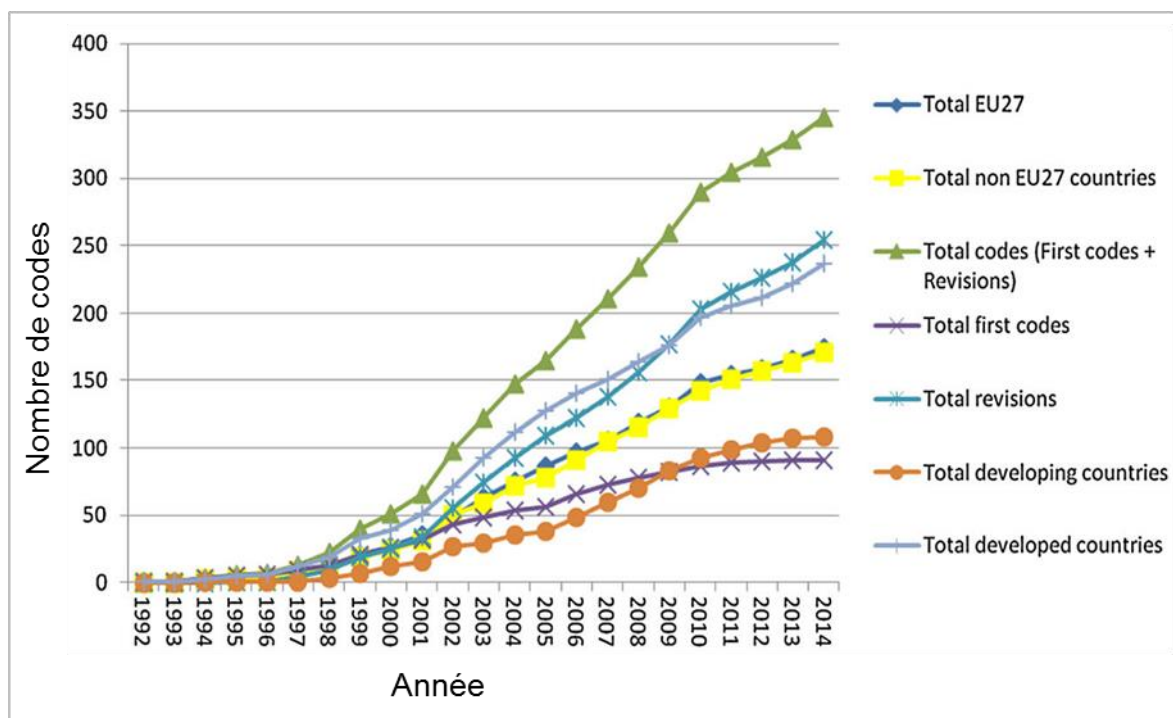


Figure 2 : La diffusion transnationale des CG d'entreprises dans le monde sur la période 1992-2014 (Cuomo et al., 2015).

I.1.2. Acteurs impliqués dans l'élaboration de codes et rôle des organisations internationales

Dans ce contexte d'émergence des codes, de nombreux acteurs sont impliqués dans la publication, l'adoption et la promotion des codes et des principes de bonne gouvernance. Les autorités des marchés boursiers et les organismes de réglementation sont largement impliqués dans l'élaboration de ces codes. Par ailleurs, des associations d'investisseurs, des associations d'employeurs, des associations professionnelles ou patronales et même des gouvernements jouent un rôle important dans cette élaboration (Zattoni et Cuomo, 2008). Dans le cas de la France, les organisations patronales ont joué un grand rôle dans l'élaboration des différents codes de gouvernance, dont le code AFEP-MEDEF en 2008 (Wirtz, 2008a). La nature de ces différents acteurs représente un facteur essentiel afin de répondre à plusieurs questions liées au CG, dont par exemple le processus d'institutionnalisation des CG par (Aguilera et Cuervo-Cazurra, 2009; Enrione et al., 2006; Wirtz, 2008a).

A cet égard, dans la seconde moitié des années quatre-vingt-dix, plusieurs organisations internationales telles que la Banque mondiale, l'Organisation pour la Coopération et de Développement Economiques (OCDE) et le Fonds monétaire international (FMI) ont imposé implicitement la mise en place de codes de bonne gouvernance comme condition nécessaire pour le développement des pays et pour inciter leurs pays membres à adopter de meilleures pratiques de gouvernance. Par exemple, en 1999, l'OCDE a publié son influent rapport « Principles of Corporate Governance » qui est devenu la base utilisée par la Banque mondiale et le FMI pour l'évaluation des pratiques de gouvernance dans les différents pays membres (Aguilera et Cuervo-Cazurra, 2009; Enrione et al., 2006). Le but de cette obligation est non seulement d'assurer la bonne gouvernance au niveau de l'Etat sous la forme de contrôle de la corruption et de la transparence du système bureaucratique de l'Etat, mais aussi la bonne gouvernance au niveau des entreprises. Cette dernière s'intéresse à présenter des meilleures pratiques pour les entreprises cotées en bourse afin de renforcer la confiance des investisseurs étrangers.

La mise au point de CG publiés par les organisations internationales dans le temps est illustrée dans la figure 3 (Aguilera et Cuervo-Cazurra, 2009) qui montre que le mouvement d'émergence de ces codes a commencé en 1996. Une augmentation nette de l'élaboration de nouveaux codes est décelée à la fin des années 1990 suivie d'un ralentissement dans les années 2000. Aucun nouveau code n'a été émis après 2005 (Aguilera et Cuervo-Cazurra,

2009). Ces codes, malgré leur nombre restreint, ont joué un rôle important dans la diffusion internationale des CG. Ce rôle n'est pas seulement lié au contenu des codes, mais aussi à la nature de ces organisations internationales et leur capacité à influencer l'environnement d'affaires.

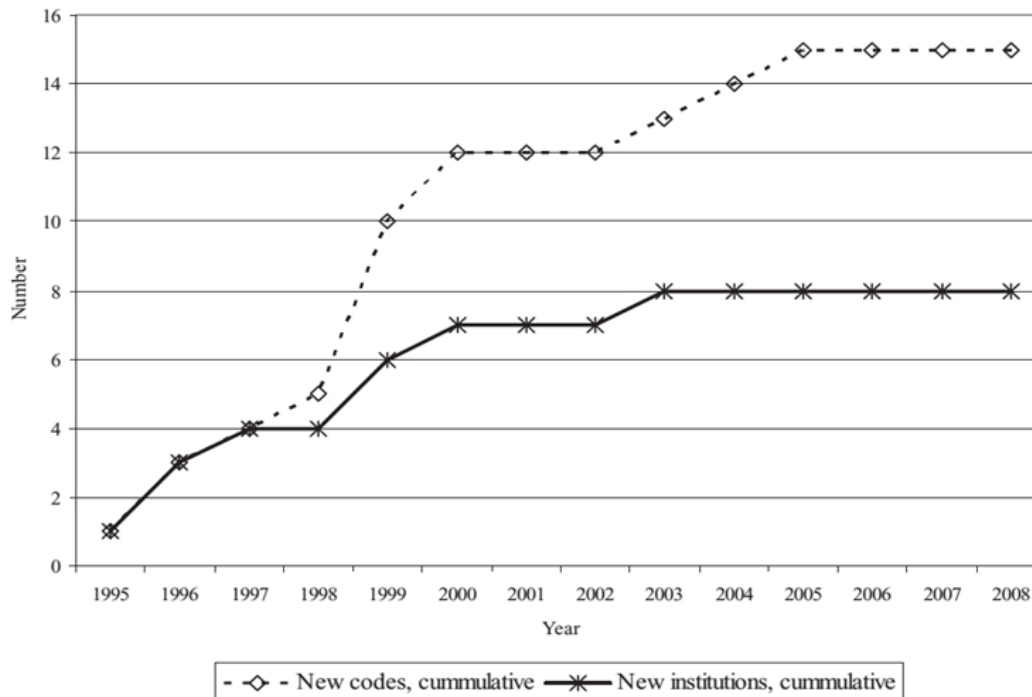


Figure 3 : La création mondiale de codes de bonne gouvernance par les institutions transnationales dans la période 1995-mi 2008 (Aguilera et Cuervo-Cazurra, 2009).

Selon Aguilera et Cuervo-Cazurra (2009) et Zattoni et Cuomo (2008), l'importance des codes élaborés par des institutions transnationales est liée à deux raisons principales. Tout d'abord, ils ont joué un rôle actif dans la mise au point sur l'importance des questions de gouvernance d'entreprise, en particulier à promouvoir le concept de bonne gouvernance et ses différentes meilleures pratiques, traitant ainsi des problèmes de gouvernance d'entreprise à travers le monde. Deuxièmement, ils ont servi dans certains cas, comme base pour la création de codes de bonne gouvernance dans plusieurs pays surtout dans les pays en développement. L'OCDE a par exemple, publié ses principes très influents de gouvernement d'entreprise en 1999. Ces principes sont devenus la base pour l'élaboration de CG dans les pays en développement comme le Qatar, les Emirats Arabes Unis (EAU) et le Mexique ainsi que dans des pays développés comme le code de 1999 au Portugal (Alves et Mendes, 2004).

I.1.3. Les fondements des codes de gouvernance

Un consensus sur les fondements des codes est bien clair dans la littérature malgré la différence dans les niveaux d'exigence et les acteurs émetteurs des différents codes (Aguilera et Cuervo-Cazurra, 2009; Charreaux et Wirtz, 2007; Gregory, 2002; O'Shea, 2005; Wirtz, 2008a). Le premier porte sur le contenu alors que le second porte sur l'approche volontaire d'application de ces codes.

Le contenu en commun entre les codes de gouvernance

Un consensus sur le contenu des codes est décrit dans la littérature en raison de la construction fondamentale de ces codes sur l'approche actionnariale de la gouvernance trouvant son origine dans la théorie de l'agence (Aguilera et Cuervo-Cazurra 2009; Wirtz, 2004a O'Shea, 2005). En fait, la plupart des codes ont explicitement ou implicitement des recommandations relatives aux mécanismes susceptibles de discipliner les dirigeants, avec des exigences de divulgation d'informations. Ces recommandations ont l'objectif de surveiller le comportement opportuniste des dirigeants et de limiter l'asymétrie d'information.

Selon Wirtz (2004), les idées promues par les codes peuvent être résumées comme suivant :

- i) Sur le fond, il y a un consensus sur l'importance accordée à la capacité des dirigeants à rendre compte de leur gestion aux différentes parties prenantes. L'importance de ce concept présenté dans les codes sous le concept « accountability » s'explique par le statut confié au dirigeant par ces codes comme un agent chargé de l'exécution des intérêts du principal.
- ii) Les CG précisent la nécessité du traitement équitable de l'ensemble des actionnaires. Dans cette perspective, plusieurs mécanismes visent à garantir la circulation d'informations concernant le conseil d'administration, son fonctionnement et les mandats des administrateurs.
- iii) Les CG accordent un rôle central au conseil d'administration comme mécanisme de gouvernance interne en particulier en ce qui concerne la séparation des fonctions de gestion et de contrôle. Les CG présentent un fort consensus sur les principes de composition du conseil. Ils s'accordent aussi pour renforcer la capacité du conseil à exercer son rôle dans la surveillance des décisions prises par les dirigeants de la manière la plus objective possible. Il est recommandé d'avoir une forte proportion

d'administrateurs indépendants au sein du conseil. Par exemple, le code AFEP-MEDEF 2008 exige que la moitié des administrateurs soient indépendants dans la société non contrôlée. Ces mécanismes ont comme but d'assurer des contrôles qui ne soient pas soumis à des intérêts particuliers divergents ainsi que d'éviter les effets coûteux d'éventuels conflits d'intérêts.

- iv) Enfin, les CG préconisent un niveau élevé de transparence. Dans ce cadre, le sujet de la rémunération des dirigeants devient une partie essentielle des CG récents. Le développement des recommandations concernant ce sujet confirme la tendance où de plus en plus, des informations plus détaillées sur les rémunérations et leurs composantes sont exigées par les CG, en complément des informations concernant les mandats des dirigeants mandataires sociaux.

En résumé, théoriquement, les recommandations à propos des conseils d'administration et leurs comités spécialisés visent explicitement la diminution de l'ensemble de conflits d'intérêts à deux niveaux : en premier lieu entre les dirigeants et les actionnaires, et en second lieu entre les actionnaires majoritaires et les actionnaires minoritaires. Afin d'aboutir à ces objectifs, les codes recommandent de mettre en place un certain nombre de comités et de leur accorder l'indépendance suffisante pour traiter les sujets les plus susceptibles d'être une source de conflits d'intérêts à savoir l'audit des comptes, la rémunération et la nomination des dirigeants. Les CG accordent donc un rôle dominant aux administrateurs indépendants dans ces comités.

La littérature explique la domination de l'approche actionnariale disciplinaire par le contexte de développement des CG. Keasey *et al.* (2005) suggèrent par exemple, concernant la publication du code Cadbury en 1992, que la réforme de la gouvernance d'entreprise au Royaume-Uni a commencé avec la création du Comité Cadbury, suite aux scandales de BCCI et Maxwell en 1991, en réponse à trois questions principales : le manque de confiance relatif aux informations financières publiées par les dirigeants, les défaillances d'entreprises, et la rémunération excessive des dirigeants. En conséquence, Wirtz (2004) insiste sur « la contingence » des CG, du fait que l'apparition des CG se fait régulièrement suite à des périodes de crises particulièrement vigoureuses, où les acteurs sont réceptifs à toute proposition visant à remédier à de telles insuffisances.

L'approche volontaire et l'approche obligatoire d'application des codes de gouvernance

Deux approches existent afin d'appliquer les CG : soit l'approche volontaire représentée par le principe AOE, soit l'approche obligatoire imposant les pratiques de gouvernance d'entreprise.

L'approche volontaire représentée par le principe AOE comme méthode de réglementation joue actuellement un rôle très important dans l'environnement des affaires dans différents domaines. Le principe AOE a été appliqué pour la première fois au Royaume-Uni avec le code Cadbury (Sergakis, 2014). Dans la littérature, on trouve un consensus sur le rôle du principe AOE dans l'accélération de la publication des codes et dans le processus d'institutionnalisation de ces codes (Aguilera et Cuervo-Cazurra, 2004; Enrione et al., 2006). Ce principe est devenu le principe d'application des CG en Europe avec la quatrième directive européenne de 2006. En conséquence, l'approche volontaire représente le modèle le plus répandu pour mettre en place ces CG. Cette approche trouve sa justification dans deux hypothèses sous-jacentes selon MacNeil et Li (2006). La première hypothèse est d'assurer la flexibilité permettant d'ajuster les caractéristiques spécifiques aux différentes entreprises. La deuxième hypothèse fait référence à une certaine forme d'efficacité du marché, car elle suppose que les marchés financiers suivent et évaluent le niveau de conformité au code. Par ailleurs, les études montrent la capacité du principe AOE à améliorer la conformité aux codes. Cette amélioration est due à l'effet des différents facteurs de pression institutionnels intégrés dans cette approche. Ces facteurs seront discutés plus en détail dans la section suivante.

L'approche volontaire se distingue d'une approche plus coercitive, consistant à obliger les entreprises à adopter les CG. Selon Maassen et al., (2004) et Aguilera et Cuervo-Cazurra, (2009), l'approche obligatoire est moins répandue, même si elle a été retenue aux États-Unis avec la loi SOX de 2002 et aux Émirats Arabes Unis avec le code de gouvernance de 2009. Le principe sous-jacent de cette approche est d'obliger les entreprises à adopter certaines pratiques de gouvernance d'entreprise afin d'éviter les scandales dévastateurs.

A partir du contexte et des fondements des codes, nous pouvons donc identifier les principaux objectifs de la mise en place de ces codes. Ils visent à améliorer la structure de gouvernance en renforçant la conformité aux meilleures pratiques dans le but de reconstruire la confiance vis-à-vis des informations fournies par l'entreprise et d'améliorer la performance de l'entreprise en diminuant l'asymétrie de l'information et en surveillant les décisions des dirigeants. La mise en place de CG, regroupant un ensemble de recommandations relatives

aux mécanismes susceptibles de discipliner les dirigeants, doit permettre d'améliorer les pratiques de gouvernance des sociétés.

En même temps, ces fondements en commun entre les codes donnent lieu à plusieurs critiques sur le plan théorique et sur la capacité de ces codes à atteindre leurs objectifs. La nature volontaire liée au principe AOE, a par exemple donné lieu à un débat enflammé quant à savoir si les codes sont un moyen efficace de gouvernance ou si la mise en œuvre obligatoire est nécessaire pour accroître la conformité. On peut aussi s'interroger sur les facteurs qui conduisent l'entreprise à se conformer volontairement aux recommandations disciplinaires des CG au lieu de se contenter juste de fournir des explications aux déviations des recommandations des CG (Balgobin, 2008; Maassen et al., 2004; MacNeil et Xiao Li, 2006; O'Shea, 2005; Taylor, 2003). Ce débat est en particulier important dans les pays qui ont des institutions moins puissantes et dont les systèmes de gouvernance sont moins développés (Aguillera, 2009). Dans ce contexte international de développement des CG, le cas français présente plusieurs spécificités qui seront présentés dans le paragraphe suivant.

I.2. Le développement des codes de gouvernance en France

Malgré le consensus dans la littérature sur le fait que les CG au niveau international partagent les mêmes fondements (§ I.1.3), les études montrent que le développement des CG et leur efficacité dépendent de la spécificité du contexte institutionnel de chaque pays. Cette spécificité est représentée par les différents facteurs culturels, économiques, politiques et historiques qui ont participé à développer le système de gouvernance de chaque pays (Aguilera et Cuervo-Cazurra, 2009; Desender et al., 2013; Enrione et al., 2006; Wirtz, 2008b, Cuomo et al., 2015).

Historiquement, les études comparatives entre les systèmes nationaux de gouvernance montrent que le système de gouvernance français représente un modèle distinct par rapport aux deux autres principales catégories de système de gouvernance qui dominent dans les grands pays industriels (Wirtz, 2004b). Ces deux catégories sont représentées par le modèle anglo-saxon (Etats-Unis et Angleterre) et le modèle allemand et japonais. Des différences substantielles existent entre ces deux modèles. Par exemple, concernant le mode de financement, le modèle anglo-saxon se caractérise par un financement par le marché alors que

le modèle allemand et japonais se distingue par un financement par les banques (Berglöf, 1990 ; Porter, 1992 ; Allen, 1995). En outre, Moerland (1995) distingue les systèmes orientés marchés (anglo-saxon) de ceux qui sont orientés réseaux (allemand et japonais). La différence entre ces modèles de gouvernance réside dans la place accordée aux actionnaires et à l'ensemble des parties prenantes.

Ainsi, afin de comprendre la spécificité du modèle français, les facteurs culturels et historiques qui ont contribué au développement d'un système de gouvernance distinct sont présentés dans le paragraphe suivant. Cette présentation permettra ensuite d'étudier les différentes étapes d'institutionnalisation des CG en France et de développer la question de recherche relative à leur efficacité.

I.2.1. Fondements culturels et historiques du système de gouvernance français

Le contexte français se caractérise historiquement par une longue période (de 1945 à 1984) où l'Etat a joué un rôle central dans le système de gouvernance, ce qui a influencé ensuite la structure d'actionnariat, les caractéristiques des dirigeants et les rôles des mécanismes du marché financier dans l'économie. Ce contexte est discuté dans les travaux de Charreaux et Wirtz (2007) ; Miwa *et al.*, (2016) et Wirtz (2004a, 2008b) qui se servent également des travaux de Albert (1991) ; Peyrelevade (1998) et Lesourne (1998) afin d'expliquer la spécificité du système de gouvernance français. A partir de ces travaux nous pouvons identifier plusieurs facteurs ayant contribué au consensus concernant le rôle central de l'Etat attribué par différentes parties dans la société :

- i) Le premier facteur est lié à la représentation (la vision) de l'entreprise et de son objectif dans l'opinion publique. Ce point a été explicitement décrit dans la définition du rôle du conseil d'administration adoptée dans le rapport Viénot 1 (1995) qui représente le premier code de gouvernance français. Dans ce rapport, le rôle des administrateurs est déterminé par la nécessité de viser les intérêts sociaux de l'entreprise prenant en compte les intérêts des différentes parties prenantes. Cette vision est explicitement différente de l'approche anglo-saxonne qui se focalise sur l'intérêt des actionnaires comme objectif ultime de l'entreprise. Cette distinction trouve son origine dans l'opinion publique française, qui se manifeste par exemple, par

une méfiance à l'égard des bénéficiaires des entreprises : « le profit a une mauvaise odeur » (Lesourne, 1998). En conséquence, en dépit de réclamer la maximisation des profits pour les actionnaires, l'idéologie dominante demande « la prospérité et la continuité de l'entreprise » (Peyrelevalde, 1998).

- ii) Le deuxième facteur est lié à la présence d'intérêts très polarisés entre les différentes parties prenantes. Les syndicats français sont par exemple traditionnellement caractérisés par une « idéologie de combat des classes » ainsi que par la tendance vers l'adoption de positions extrêmes par certaines parties prenantes. Une difficulté de trouver un compromis par négociation directe entre les parties prenantes procure une connotation culturelle négative liée à la notion de compromis.
- iii) La vision du marché financier dans l'opinion publique représente un autre facteur culturel qui a influencé le système de gouvernance français. En fait, les mécanismes du marché sont traditionnellement considérés avec suspicion en France et le concept traditionnel de la firme est fondé sur l'instinct anti-libéral d'une grande partie de l'opinion publique (Wirtz, 2004b). Cette vision se manifeste même au niveau politique, comme par exemple la prise de position du général De Gaulle sur le fait que la politique n'est pas dictée par la Bourse¹⁰, ce qui implique que l'entreprise n'est pas une marchandise à échanger. En outre, il y a une croyance dans les avantages résultant du rôle de l'État comme organisateur de l'activité économique. Selon ces raisonnements, l'État doit intervenir afin d'éliminer les soupçons de bénéficiaires privés principalement destinés aux investisseurs financiers. Selon Miwa *et al.*, (2016) et Wirtz (2004b) historiquement, les deux grands secteurs nationalisés étaient les banques et les compagnies d'assurance; cela semble être tout à fait significatif conduisant à un rôle limité de marché financier dans l'économie.

Ces facteurs peuvent expliquer le rôle historique accordé à l'Etat comme le principal acteur dans le système de gouvernance et comme une garantie de l'alignement des décisions aux intérêts des différentes parties prenantes dans les sociétés. Cette approche de la gouvernance montre une spécificité par rapport aux autres pays industriels dans lesquels le rôle de l'Etat est limité ou dans lesquels l'Etat joue plutôt le rôle d'un instrument social et administratif à la disposition des citoyens. Ainsi que, dans le cadre de cette comparaison, le contrôle par le

¹⁰ Déclaration caustique du Général Charles de Gaulle à propos de la politique économique de la France, à l'occasion d'une conférence de presse à l'Élysée, le 28 octobre 1966 : « Un mot de la Bourse puisque vous m'en parlez... La Bourse, en 1962, était exagérément bonne, en 1966, elle est exagérément mauvaise, mais vous savez, la politique de la France ne se fait pas à la corbeille ».

marché (le marché d'acquisitions et de fusions des entreprises) apparaît traditionnellement moins développé en France que dans les pays anglo-saxon « *In what follows, we shall see that the limits imposed on managerial discretion by the public administration have progressively been alleviated. Even though they are presently weaker than they used to be, they remain frequently stronger than in other industrialized countries. For such a comparison, it is possible to refer to the example of the market for corporate control, which appears traditionally to be less developed in France than in the Anglo-Saxon sphere* » (Wirtz, 2004b, p. 9).

Dans ce contexte institutionnel historique, culturel et politique, le système de gouvernance a été caractérisé par une forte influence de l'État au cours d'une période de temps significative. Cette influence a été exercée à plusieurs niveaux : (a) l'intervention directe de l'Etat dans les stratégies de certaines entreprises importantes ; (b) le contrôle du circuit financier par l'Etat via son contrôle sur les banques et les sociétés d'assurance; (c) l'acquisition de la formation et de la première expérience professionnelle pour la grande part des dirigeants au sein de l'administration publique et (d) l'existence d'un rôle marginal des mécanismes de marché financier dans le système de gouvernance.

La présence puissante de l'Etat a continué jusqu'à la première vague de privatisation et de dérèglementations en 1984. Ces vagues ont permis l'accès direct de certaines entreprises au marché financier pour couvrir leurs besoins de capitaux, atténuant ainsi le contrôle de l'Etat sur le circuit financier. L'impact de ce programme de privatisation a été donc l'initiation du recul de l'intervention directe de l'État dans la gouvernance des entreprises.

Ce mouvement a été temporairement interrompu en raison d'un autre changement dans le paysage politique pour se poursuivre sous la forme d'une deuxième vague de privatisations à partir de 1993. Ensuite, dans le contexte de la mondialisation, les entreprises françaises ont de plus en plus été exposées à la concurrence internationale, ce qui a conduit à des demandes importantes du financement par des capitaux externes. En 1995, plusieurs entreprises ont profité de la possibilité d'accès direct au marché financier suite aux diverses initiatives de dérèglementation et de privatisation menées au cours des années quatre-vingts.

Ce changement institutionnel dans l'économie a conduit, d'un côté au renforcement du rôle du marché financier dans l'économie au détriment du rôle de l'Etat et en remplaçant ainsi

progressivement le système de gouvernance dominé par l'Etat par les mécanismes liés au marché financier, et d'un autre côté à l'ouverture du marché aux investisseurs étrangers. Cette évolution s'est traduite par une augmentation de la proportion des capitaux détenus par les investisseurs étrangers sur une période de 10 ans de 10% en 1988 à 36% en 1998 (Wirtz, 2004a).

Dans ce contexte, le premier CG français a été publié sous forme de rapport de bonne conduite en matière de gouvernance en 1995. Ce rapport a exprimé la perception des principaux dirigeants concernant les attentes du marché financier.

I.2.2. Les rapports Viénot et Bouton

Suite aux changements institutionnels dans l'économie française au cours des années quatre-vingt-dix présentés ci-dessus et dans le cadre d'une tendance internationale d'élaboration de CG, le débat sur les CG s'est ouvert en France à partir de 1995 suite au rapport Viénot 1 (Charreaux et Wirtz, 2007; Godard et Schatt, 2005; Wirtz, 2008b). Les CG en France sont apparus sous différentes formes de rapports et de recommandations, ainsi que de nouveaux textes de loi qui ont tenté de définir plusieurs pratiques en matière de gouvernance d'entreprise. En même temps, différents facteurs institutionnels internes et externes ont joué un rôle dans le développement de ces codes. Ce développement progressif a abouti ensuite à la loi DDAC en 2008 et au code de gouvernance actuel AFEP-MEDEF, qui est le code le plus adopté par les grandes sociétés françaises cotées. Dans cette partie, l'analyse du contenu, de la chronologie, des acteurs émetteurs et du contexte des différents rapports et codes sont présentés. Cette présentation permettra ensuite dans la section III d'identifier les étapes du processus d'institutionnalisation des CG en France.

Le rapport Viénot 1 (1995)

En juillet 1995, suite à la demande du Conseil National du Patronat Français (CNPF) et de l'Association Française des Entreprises Privées (AFEP), le rapport Viénot 1 intitulé « le conseil d'administration des sociétés cotées » a été publié. Les raisons pour lesquelles ce rapport a été élaboré se justifient au niveau national par « la vague de privatisations et l'ouverture du marché français aux investisseurs étrangers » et au niveau international par « les réflexions qui ont été antérieurement conduites Outre-Atlantique et Outre-Manche sur le

gouvernement des entreprises » (p.1). Comme le montre son titre, le rapport se focalise seulement sur le conseil d'administration bien qu'il considère que les règles déjà applicables par la loi aux conseils d'administration des sociétés françaises cotées permettent, sans modifications majeures, de résoudre les problèmes posés.

Cependant, ce rapport propose plusieurs recommandations sous forme de codes de bonne conduite regroupées en trois parties dont nous résumons succinctement le contenu (Godard et Schatt, 2005; Wirtz, 2004a).

i) La mission et les attributions du conseil d'administration

Dans cette partie, le rapport propose une définition de la mission du conseil d'administration et signale la présence d'une différence entre les approches anglo-saxonne et européenne continentale portant sur les « intérêts sociaux ». Par la suite, le rapport examine la répartition légale des pouvoirs entre l'assemblée générale des actionnaires et le conseil d'administration. Cependant, ce rapport n'a pas relevé l'existence de problèmes nécessitant une intervention législative, ni proposé des suggestions de modifications. En ce qui concerne la dissociation des fonctions du président du conseil et du directeur, le rapport signale le cumul des mandats de dirigeant et d'administrateur en France mais il trouve la justification dans la loi qui limite le rôle et le nombre des administrateurs exerçant des fonctions exécutives dans l'entreprise. Le premier rapport Viénot ne recommandait pas une séparation stricte de ces deux fonctions : « *le plus souvent une très stricte séparation des fonctions ne paraît pas s'imposer et qu'elle ne constitue pas, dans la plupart des cas, la condition nécessaire d'une bonne direction générale ou d'un contrôle efficace de la gestion* » (p11).

ii) La composition du conseil d'administration

En s'inspirant des standards anglo-saxons, le rapport définit l'administrateur indépendant comme « une personne qui n'a aucun lien d'intérêt direct ou indirect avec la société ». Il met l'accent sur son rôle au sein du conseil d'administration dans la protection des actionnaires minoritaires dans la mesure où les rédacteurs du rapport Viénot n'ont pas jugé important la représentation des représentants des catégories d'intérêts spécifiques tels que les actionnaires minoritaires dans le conseil d'administration. Dans ce cadre, il préconise que chaque conseil d'une société cotée

comporte au moins deux administrateurs indépendants. Il est par ailleurs recommandé d'avoir au sein de chaque conseil un comité de nomination chargé de la sélection des administrateurs et des mandataires sociaux et de leur remplacement.

iii) Le fonctionnement du conseil d'administration

Le rapport signale le fonctionnement informel du conseil et estime que chaque conseil doit rendre compte aux actionnaires des dispositions qui sont prises pour être en situation de remplir ses fonctions. Il recommande l'adoption d'un plus grand formalisme dans la préparation des délibérations des informations. Le comité n'a pas déterminé la fréquence à laquelle les réunions doivent être effectuées mais a souligné la nécessité de la rédaction d'un procès-verbal à la fin de chaque réunion. De plus, le comité a recommandé que chaque conseil se dote au moins d'un comité de sélection, d'un comité des rémunérations et d'un comité des comptes informant les actionnaires, lors de l'assemblée générale annuelle, de l'existence de ces comités ainsi que du nombre de réunions qu'ils ont tenues au cours de l'année. Enfin, le rapport a proposé une charte des droits et des obligations de l'administrateur.

En résumé, le rapport Viénot a représenté le premier rapport officiel de code de bonne gouvernance en France et se base sur les mêmes fondements que les codes présentés dans le paragraphe I.1, en particulier le code Cadbury 1992 (Charreaux et Wirtz, 2007). Ces fondements sont d'un côté la nature des recommandations qui se focalisent sur le rôle du conseil d'administration et ses comités spécialisés et qui préconisent de diminuer l'asymétrie d'information et d'un autre côté, la nature volontaire de ces codes. Le comité à l'origine de code Viénot a tenu à préciser la nature non-contraignante de ce code du fait que ces normes de bonne conduite n'avaient aucun caractère contraignant et obligatoire, aucune sanction ne sera infligée aux entreprises qui ne suivent pas ces règles. Ce ne sont pas des lois mais le comité recommande tout de même aux entreprises cotées de les appliquer pour avoir un meilleur système de gouvernance (Charreaux et Wirtz, 2007; Godard et Schatt, 2005; Wirtz, 2008a). Finalement, on peut constater que le rapport a adopté une définition du conseil d'administration basée sur la vision française de l'objectif de l'entreprise.

Le rapport Viénot 2 (1999)

Quatre ans plus tard, constatant les avancées en matière de gouvernance et dans le but d'approfondir les recommandations du rapport Viénot 1 et d'introduire la question de la

publication des rémunérations des dirigeants des sociétés cotées, le rapport Viénot 2 a été publié en juillet 1999 (Godard et Schatt, 2005; Wirtz, 2004a, 2008a).

Il est composé de trois parties :

i) La dissociation des fonctions de président du conseil et de directeur général

Au contraire du premier rapport, il est flexible en ce qui concerne la dissociation des fonctions dans la mesure où il est favorable à l'introduction d'une option laissant la décision au conseil d'administration : *« le comité est favorable à l'introduction en droit français d'une option ouvrant au conseil d'administration le choix entre le cumul ou la dissociation des fonctions du président et du directeur général, le choix fait devant toujours être réversible sur nouvelle décision du conseil d'administration »* (p.24) et il justifie cette flexibilité par l'adoption d'une approche pragmatique en *« se situant en complète cohérence tant avec la majorité des pratiques internationales qu'avec les principes de contractualisation et de flexibilité »* (p8).

ii) La publication des rémunérations des dirigeants des sociétés cotées

La deuxième partie du rapport est dédiée à la publication des rémunérations et des options des dirigeants des sociétés cotées. Le rapport préconise d'informer les actionnaires des rémunérations globales perçues par les dirigeants et les administrateurs : *« Le Comité considère que ... sauf volonté de discrimination à leur égard ou sauf extension à d'autres catégories socio-professionnelles placées dans des situations comparables, la publicité des rémunérations individuelles des dirigeants des sociétés cotées n'est pas opportune »* (P2). De plus, il recommande de préciser dans le rapport annuel les règles de répartition des jetons de présence, au président du conseil et aux administrateurs. D'autre part, le comité préconise de favoriser la détention personnelle par les administrateurs d'actions de leur société. Enfin, le rapport propose la déclaration de la politique d'attribution des options aux dirigeants.

iii) La composition et le fonctionnement du conseil d'administration

La troisième partie est consacrée à la composition et au fonctionnement du conseil d'administration (CA) afin de compléter et d'approfondir les recommandations contenues dans le premier rapport. Le comité préconise ainsi de limiter le cumul des mandats à cinq mandats. Par ailleurs, il accorde plus d'importance au rôle d'administrateur indépendant en exigeant un tiers d'administrateurs indépendants au lieu de deux administrateurs indépendants préconisés en 1995. De plus, il recommande

d'abaisser la durée de mandat à quatre ans maximum en insistant sur l'importance de l'accès des administrateurs aux informations. Il insiste de même sur la nécessité d'accorder la possibilité de recours à des expertises externes. Enfin, par rapport au comité d'audit, il assigne des nouvelles tâches au comité en matière de choix du référentiel comptable, de consolidation des comptes et d'honoraires des commissaires aux comptes. Enfin, ce rapport montre la tendance à développer les codes vers des versions plus disciplinaires et couvrir des questions sur les rémunérations des dirigeants.

Le rapport Bouton (2002)

Ce rapport représente une continuité des codes de bonne conduite français qui ont commencé par les rapports Viénot. Le rapport Bouton intitulé « Pour un meilleur gouvernement des entreprises cotées » est publié en septembre 2002 (Wirtz, 2004a, 2008a). Ce rapport présidé par Daniel Bouton, président de la Société Générale était fondé sur les travaux du comité d'éthique du MEDEF¹¹. Ce comité s'est réuni suite aux nombreux scandales qui avaient éclaté aux USA (Enron, Worldcom) et en France (Vivendi, France Télécom). La majorité du rapport est consacré au rôle des commissaires aux comptes et du comité d'audit dans le but de restaurer la confiance dans le système économique. Le rapport préconise aussi la formalisation du fonctionnement des CA et des comités spécialisés. Il recommande ainsi l'établissement d'un règlement précisant les attributions et les modalités de fonctionnement des comités. Il invite également à produire des comptes rendus de qualité et à publier dans le rapport annuel une description de l'activité des comités. Il souligne également le caractère nécessaire d'une évaluation formalisée du fonctionnement des conseils (déjà recommandée dans le second rapport Viénot).

I.2.3. L'environnement légal de la gouvernance d'entreprise en France

L'environnement légal et le développement des réglementations ont joué un rôle important dans le développement des CG en France. Réciproquement, plusieurs propositions issues des CG ont été retenues dans le cadre des lois NRE (2001), LSF (2003) et DDAC (2008).

¹¹ Créé le 27 octobre 1998, le Medef remplace le Conseil national du patronat français (CNPFP)

La loi N.R.E (2001)

La loi votée en mai 2001 « Les Nouvelles réglementations économiques » a rendu obligatoires certaines recommandations proposées dans les rapports Vienot. Les principaux points traités dans cette loi portent sur les éléments suivants : la dissociation des fonctions de président du conseil d'administration et de directeur général¹², la limitation du cumul des mandats, la transparence et les droits des actionnaires. Cette loi vise à améliorer l'attractivité des entreprises françaises aux yeux des investisseurs étrangers et instaurer des contre-pouvoirs afin d'éviter des dérives personnelles préjudiciables à l'entreprise et à ses actionnaires.

Cette loi adopte une nouvelle définition du rôle du CA en modifiant la loi de 24 juillet de 1966 : « *le conseil détermine les orientations de l'activité de la société et veille à leur mise en œuvre. Sous réserve des pouvoirs expressément attribués aux assemblées d'actionnaires et dans la limite de l'objet social, il se saisit de toute question intéressant la bonne marche de la société et règle par ses délibérations les affaires qui la concernent* ». Ainsi, la nouvelle loi réorganise les missions du conseil en les recentrant sur sa fonction de contrôle, tout en lui confiant la responsabilité de déterminer les orientations stratégiques de la conduite de l'entreprise.

De plus, la loi a limité les cumuls des mandats des administrateurs à cinq au lieu de huit dans les sociétés anonymes ayant leur siège social sur le territoire français, afin que ces derniers consacrent le temps et l'attention nécessaires à leurs responsabilités. La limitation concerne également les mandats de membre du directoire et de directeur général unique. Ainsi, nul ne peut exercer simultanément plus d'une de ces fonctions dans les sociétés anonymes cotées ayant leur siège social sur le territoire français et quatre mandats d'administrateurs.

La loi de sécurité financière LSF (août 2003)

Suite à l'adoption de la loi Sarbanes-Oxley aux Etats-Unis qui renforce les responsabilités des dirigeants, la loi de Sécurité Financière est adoptée en 2003 (Wirtz, 2004a, 2008a). Le but de cette loi est de renforcer les autorités de contrôle sur les sociétés cotées par deux modalités. La première est d'instituer l'obligation légale des présidents de conseils d'administration (ou de surveillance) de publier un rapport annuel sur les conditions de préparation des travaux et le fonctionnement de leurs conseils. La deuxième modalité est la création de l'Autorité des Marchés Financiers (AMF) qui a été chargée de mener régulièrement une étude du contenu de

¹² Les deux fonctions peuvent être assurées par la même personne (PDG).

ces rapports. Cependant, cette loi ne contient aucune obligation pour les entreprises de se référer à un CG, bien que le CG soit déjà disponible sur le marché français.

La loi DDAC (juillet 2008)

La loi DDAC du 3 juillet 2008 s'est mise en place comme une transposition de la quatrième directive européenne en droit des sociétés de 2006 (Refait-Alexandre et al., 2014). Cette loi précise que « *les sociétés dont les titres financiers sont admis aux négociations sur un marché réglementé sont tenues de se conformer ou d'expliquer leur non-conformité au regard d'un code de gouvernance d'entreprise élaboré par une organisation représentative des entreprises* »¹³. La loi permet aux sociétés de ne pas se rattacher à un tel code, mais dans ce cas, les sociétés doivent expliquer ce choix et indiquer les règles de gouvernance retenues en complément des exigences légales. L'adoption du principe AOE par la loi pour mettre en place les CG a conduit à l'institutionnalisation des CG et elle a amené à l'intégration des CG dans l'environnement de l'entreprise. En résultat, l'application du principe AOE par la loi est arrivée en France, treize ans après la publication du premier CG en 1995. La mise en place de ce principe est survenue tardivement par rapport à de nombreux autres pays membres de l'Union Européenne tels que le Royaume-Uni (Arcot et al., 2010), l'Espagne (Refait-Alexandre et al., 2014), les Pays-Bas ou l'Allemagne (Kohl et al., 2011; Stiglbauer et Velte, 2014).

I.2.4. Le code AFEP-MEDEF

Les associations de l'AFEP et du MEDEF ont conservé leur rôle décisif dans l'élaboration des CG dans le marché français, dans la continuité des rapports Viénot et Bouton. De 2003 à 2008, elles ont publié plusieurs codes sous forme de rapports représentant une consolidation des rapports précédents. Ces nouveaux rapports témoignent un renforcement progressif de la nature disciplinaire de recommandations qui exige de fournir davantage d'informations. Le premier rapport intitulé « *Le gouvernement d'entreprise des sociétés cotées - Principes de gouvernement d'entreprise* » résultant de la consolidation des rapports conjoints de l'AFEP et du MEDEF de 1995, 1999 et 2002 » est publié en octobre 2003. Des recommandations sur la rémunération des dirigeants mandataires sociaux des sociétés cotées ont ensuite été publiées

¹³ Loi n° 2008-649 du 3 juillet 2008, insérant un nouvel alinéa 7 à l'art. L. 225-37 du Code de commerce français, suite à la transposition de la quatrième directive européenne en droit des sociétés.

en janvier 2007 et octobre 2008. Ces trois rapports représentent la base du premier rapport publié explicitement sous forme d'un CG publié en 2008.

Suite à la loi DDAC de juillet 2008, le code AFEP-MEDEF est publié en décembre 2008. En termes de contenu, ce code ne représente pas un changement significatif par rapport aux exigences déjà établies par les anciens rapports AFEP-MEDEF. Cependant, le changement de perspective était lié au fait que ce code était le premier rapport explicitement intitulé « Code de gouvernement d'entreprise des sociétés cotées ». Il a signalé que cette publication est une réponse aux exigences de la loi de DDAC : « *Cet ensemble de recommandations, qui constitue le Code AFEP-MEDEF, peut être désigné par les sociétés cotées comme étant leur code de référence en application de la loi du 3 juillet 2008* » (p.3).

En gardant la même perspective que dans les rapports précédents, le code AFEP-MEDEF de 2008 propose un ensemble des recommandations sans les hiérarchiser¹⁴. Nous pouvons les résumer de la manière suivante:

Le contenu de ces recommandations concerne d'un côté le conseil d'administration, son fonctionnement et ces comités spéciaux. Ces recommandations exigent un pourcentage plus élevé d'administrateurs indépendants par rapport aux rapports Viénot et Bouton. La part des administrateurs indépendants demandée dans les sociétés au capital dispersé est la moitié de celle des membres du conseil et elle est dépourvue d'actionnaires de contrôle¹⁵ alors que dans les sociétés contrôlées, elle doit être d'au moins un tiers. Elles exigent également la publication d'informations claires sur la durée et le nombre des mandats des administrateurs et des dirigeants en limitant la durée de mandat à quatre ans pour les administrateurs. En plus de l'exigence de fournir des informations personnelles sur les administrateurs (leurs âges et leurs fonctions exercés dans d'autres sociétés), des informations concernant le nombre des séances du conseil et l'assiduité aux séances du conseil tenues au cours de l'exercice sont exigés. La mise en place d'un règlement intérieur concernant le fonctionnement de CA exige davantage d'avoir au moins trois comités spécialisés qui traitent les sources de conflit d'intérêt (comité d'audit, de nomination et de rémunérations) en demandant un niveau élevé de participation des administrateurs indépendants dans ces comités (au moins de deux tiers pour le comité d'audit et la moitié pour les comités de nomination et de rémunération).

D'un autre côté, ces recommandations concernent le nombre des mandats en limitant le nombre total à quatre ainsi que la déclaration de la politique de rémunération concernant la

¹⁴ Rapport AMF 2016 « Etude comparée : les codes de gouvernement d'entreprise dans 10 pays européens »

¹⁵

répartition de la rémunération en partie fixe et partie variable, l'attribution de stock-options et d'actions de performance. Les recommandations du code seront présentées plus en détails dans l'annexe 2 du chapitre 3 (article 1).

L'élaboration des CG sous forme de recommandations a débuté assez tôt en France avec le rapport Viénot 1 de 1995. Ces codes étaient fondés sur une même perspective dominante de gouvernance, à savoir l'approche actionnariale disciplinaire visant la mise en place d'un ensemble de mécanismes de gouvernance internes portant sur la surveillance du comportement opportuniste des dirigeants et l'exigence d'informations supplémentaires. L'adoption du principe AOE par la loi est arrivée seulement treize ans plus tard en France, soit bien après leur adoption dans de nombreux pays européens tels que l'Allemagne, le Royaume-Uni et l'Irlande qui ont appliqué le principe AOE plus tôt comme la base d'adoption des codes, par exemple en Allemagne en 2004 (Kohl et al., 2011; Stiglbauer et Velte, 2012) au Royaume-Uni en 1998 (Arcot et al., 2010; MacNeil et Xiao Li, 2006).

L'adoption d'une loi contraignant les entreprises à la mise en œuvre du principe AOE peut s'interpréter comme le résultat de pressions institutionnelles coercitives externes notamment de l'Union Européenne dans le cadre de la directive de 2006.

Enfin, dans la littérature (qui sera présentée plus en détails dans la section III), le principe AOE a joué un rôle primordial dans l'application des codes. Cela pose la question de la capacité du principe AOE présent dans la loi DDAC à renforcer la conformité aux recommandations déjà existantes sur le marché français. Cette question s'impose surtout car le facteur de pression institutionnelle est directement présent dans l'adoption du principe AOE en France.

II. LA QUALITE DE L'INFORMATION FINANCIERE ET LA GESTION DES RESULTATS COMPTABLES

Le développement historique des CG présenté dans la section I, montre un rôle dominant des crises et scandales financiers dans le développement et l'institutionnalisation des CG, ces derniers représentant une des réponses institutionnelles à ces scandales. L'information financière diffusée par l'entreprise et, en particulier, les données comptables diffusées sous forme d'états financiers représentent une des données centrales demandées par les différentes parties prenantes pour apprécier la réalité de la situation financière de l'entreprise et pour contrôler et évaluer sa performance. La qualité de ces données constitue un aspect fondamental sans lequel ces données ne peuvent pas avoir de valeur. Plusieurs travaux ont discuté le concept de qualité d'information financière (Casta et Stolowy, 2012 ; Dechow et al., 2010 ; Dechow et Dichev, 2002 ; Jeanjean, 2002, Colasse 2009). A partir de ces travaux, nous présentons le concept de qualité d'information financière comme point de départ de notre étude sur la gestion de résultats.

II.1. La qualité de l'information financière

II.1.1. La qualité de l'information financière à travers les cadres conceptuels comptables

Dans un premier temps, pour définir la qualité, nous proposons la définition adoptée par la norme ISO 9000 qui trouve une acception reconnue au niveau international (Casta et Stolowy, 2012). Selon cette définition, la qualité est « *la capacité d'un ensemble de caractéristiques intrinsèques à satisfaire des exigences* ». Selon le contexte, ces exigences peuvent prendre la forme des exigences spécifiées de manière explicite (par exemple : performance, fiabilité, sécurité, etc) ou des exigences implicites liées à la satisfaction des utilisateurs.

Dans un deuxième temps, en ce qui concerne la définition de la qualité d'information financière, une définition a été proposée dans le cadre conceptuel établi par le Financial Accounting Standards Board (FASB) entre 1978 à 1982 dans le Statement of Financial Accounting Concepts (SFAC) n° 2 publié en 1980 (Colasse, 2009). Le SFAC n° 2 définit la qualité d'information financière comme « *un ensemble cohérent de caractéristiques*

qualitatives requises dans l'information comptable, dont l'objectif est d'aider les investisseurs à prendre une décision d'investissement ». Dans le cadre de cette définition, l'information comptable doit être compréhensible et être dotée de deux caractéristiques principales qui sont liées entre elles, à savoir la pertinence et la fiabilité, pour qu'elle soit utile à ses utilisateurs¹⁶. De plus, la comparabilité de l'information est un autre aspect déterminant pour sa qualité, quoi que secondaire au regard du premier critère défini ci-dessus.

L'ensemble de ces concepts sont identifiés comme suit :

- i) La pertinence (relevance) :** une information pertinente est susceptible d'influencer les décisions prises par son utilisateur (destinataire). Il est à noter que dans le cadre du FASB, ce destinataire est l'investisseur boursier (Colasse, 2009). En d'autres termes, l'information est censée introduire une différence dans le comportement de l'utilisateur. Dans cette perspective, le cadre du FASB insiste sur le fait que l'information doit avoir une valeur (prédictive) en permettant aux utilisateurs de faire des prévisions; et une valeur (rétroactive) en leur permettant d'évaluer, de confirmer ou de corriger les événements passés, présents et futurs et, plus généralement, de faire le diagnostic de la situation financière de l'entreprise. En outre, pour que l'information soit pertinente, elle doit arriver au bon moment (timeliness). Une information tardive perd en effet souvent son utilité.
- ii) La fiabilité (reliability) :** les utilisateurs ne peuvent se fier à une information que si elle est fiable. Une information fiable doit être à la fois fidèle, vérifiable et neutre. Cela signifie que l'information doit être, tout d'abord, fidèle à ce qu'elle est censée représenter, selon Colasse (2010) : « *pour être fiable l'information doit coller à la réalité, être fidèle à celle-ci* ». En outre, elle doit être vérifiable. La vérifiabilité de l'information comptable signifie que l'information assure à son utilisateur de vérifier la réalité de cette information, ce qui est garanti par les normes et les réglementations comptables. Selon Colasse, une comptabilité régulière est une comptabilité vérifiable. Enfin, la notion de neutralité est associée à la sincérité, les dirigeants et les comptables devant se montrer aussi neutres que possible concernant la préparation et la présentation des informations.

¹⁶ « Relevance and reliability are the two primary qualities that make accounting information useful for decision making. Subject to constraints imposed by cost and materiality, increased relevance and increased reliability are the characteristics that make information a more desirable commodity—that is, one useful in making decisions» (SFAC) n°2 page 3.

iii) La comparabilité : pour le FASB, la comparabilité représente un critère secondaire en interaction avec les deux principaux critères (pertinence et fiabilité). Dans cette perspective, l'information doit permettre aux utilisateurs d'effectuer des comparaisons dans le temps en comparant les comptes de la même entreprise sur plusieurs périodes et dans l'espace, en comparant les états financiers inter-entreprises dans le même secteur d'activité.

Le fait que le FASB fonde sa définition de la qualité d'information financière sur l'utilité de l'information pour l'utilisateur (qui est désigné comme l'investisseur boursier) montre que d'un côté, le FASB a adopté dans l'établissement de standards comptables une vision orientée « marché boursier ». D'un autre côté, cela montre que le concept de qualité de l'information est contingent (Colasse et Lesage, 2010).

Dans un troisième temps, dans le contexte français, nous pouvons utiliser deux référentiels comptables pour appréhender la notion de qualité de l'information financière :

i) Le premier est la normalisation comptable française représentée par le plan comptable général (PCG). Le PCG ne propose pas une définition explicite de la qualité d'information financière. De plus, il n'identifie ni des destinataires privilégiés ni des objectifs précis de l'information comptable (Colasse, 2010). Par contre, il exige que l'information comptable (c'est-à-dire les états financiers) soit élaborée par le comptable et le dirigeant en se basant sur les règlements en vigueur et dans le respect des principes de régularité et de sincérité. Ces deux principes de régularité et de sincérité représentent les attributs de qualité adoptés par la comptabilité française (Michaïlesco, 2009).

Selon le PCG (1999, § 120-2), la régularité est la conformité aux règles et aux procédures en vigueur qui sont appliquées avec sincérité afin de traduire la connaissance que les responsables de l'établissement des comptes ont de la réalité et de l'importance relative des événements enregistrés ». Dans cette perspective, la régularité doit assurer l'intelligibilité et la comparabilité des informations comptables. De plus, il exige que l'application des règles soit mise en place par le comptable dans un esprit de sincérité, ce qui implique que la réalisation des documents comptables doit être basée sur la bonne foi, soit en ce qui concerne les éléments sur la réalité de l'entreprise, soit dans les choix comptables ou dans l'application des règles pour

présenter cette réalité. Selon Colasse (2007), la sincérité est une exigence que les informations financières soient aussi exactes que possible et donnent une image fidèle et loyale de la réalité de l'entreprise.

- ii) **Le deuxième référentiel est constitué des normes internationales d'information financière** (International Financial Reporting Standards, IFRS) proposées par le Bureau international des normes comptables (IASB). En 2005, les normes IFRS sont devenues obligatoires dans les sociétés européennes cotées, dont les sociétés françaises. À travers ces normes, l'IASB a proposé un nouveau cadre conceptuel. Du cadre conceptuel premier, élaboré en 1989, l'IASB a repris les quatre caractéristiques de qualité du FASB (pertinence, fiabilité intelligibilité et comparabilité), mais sans hiérarchiser ces critères, de sorte que la préparation des informations financières comptables de qualité doit se réaliser à partir de ces quatre aspects. Pour autant, l'importance relative de chaque caractéristique n'est pas totalement enlevée, dans la mesure où une information qui n'est pas importante ne peut pas être utile.

II.1.2. La mesure de la qualité de l'information financière dans la littérature

Les définitions présentées ci-dessus de la qualité d'information financière montrent qu'elle est un concept multidimensionnel, comme le souligne Gaio (2010), ce qui peut expliquer la variété dans la terminologie et dans les mesures (*proxies*) de qualité d'information financière proposées dans la littérature. Dans la recherche en comptabilité financière, la qualité d'information financière est un thème de recherche récurrent (Schipper, 1989 ; Healy et Wahlen, 1999; McNichols, 2001; Beneish, 2001; Fields et al., 2001; Jeanjean, 2002 ; Stolowy et Breton, 2003 ; Ronen et Yaari, 2008; Dechow et al., 2010). Cependant, la terminologie utilisée dans ces études reste hétérogène. (Dechow et al., 2010 ; DeFond, 2010 ; Givoly et al., 2010) utilisent « *la qualité des résultats* » (*earnings quality*). Barth et al., (2008) adoptent le terme de « *qualité comptable* » (*accounting quality*). Boulton et al., (2011) choisit le terme de « *qualité de l'information comptable* » (*quality of accounting information*). De plus, la dénomination « *qualité de l'information financière* » (*financial reporting quality*) est utilisée par Rahman et al., (2010).

Cette hétérogénéité dans la terminologie peut être justifiée par la variété des mesures, et la définition de la qualité comptable est assimilée à sa mesure (Casta et Stolowy, 2012). Ces

études montrent la variété des mesures (proxies) utilisées pour évaluer la qualité d'information financière. Dans notre recherche nous avons opté pour l'expression « qualité de l'information financière,» (Rahman et al., 2010). Dans cette perspective, plusieurs classifications ont été utilisées pour analyser ces différentes mesures. Francis et al., (2004) et Gaio (2010) ont proposé une classification en deux catégories, à partir de la nature des données utilisées dans la mesure, données comptables ou données de marché (tableau 1) :

Tableau 1 : Mesures de la qualité d'information financière selon la nature des données utilisées (Casta et Stolowy, 2012).

Nature des données pour la mesure de la qualité d'information financière	
Données comptables	<ul style="list-style-type: none"> - Les <i>accruals</i> (gestion des résultats comptables)¹⁷ - Les mesures associées aux caractéristiques temporelles des résultats : <ul style="list-style-type: none"> - Persistance - Prédicibilité des résultats - Lissage des résultats.
Données du marché	<ul style="list-style-type: none"> - La mesure de pertinence de la qualité d'information financière concernant son utilité - Les mesures qui associent les résultats comptables aux rendements boursiers.

Il existe une autre classification proposée par Barth et al., (2008) regroupant les mesures en trois catégories : (1) gestion des résultats (*earnings management*), (2) reconnaissance des pertes (*timely loss recognition*) et (3) pertinence de l'information (*value relevance*). Cette classification est présentée dans le tableau 2.

¹⁷ Le terme « *accruals* » est traduit par certaines études françaises comme « variables comptables de régularisations ». Il s'agit des charges et produits comptables calculés (dotations aux amortissements et provisions, reprises sur provisions en plus des éléments de la variation de besoin en fonds de roulement).

Tableau 2 : Classification des mesures de qualité de l'information financière proposée par Barth *et al.*, (2008).

Gestion du résultat	Persistence du résultat (Earnings persistence)	Régression du résultat+1 sur le résultat (Dechow et al., 2010)
	Gestion des accruals	<ul style="list-style-type: none"> - Magnitude des accruals (accruals anormaux) : résultat – flux de trésorerie ; variation du besoin en fonds de roulement et étude de certains accruals spécifiques (Dechow et al., 2010) - Accruals discrétionnaires (Jones, 1991 ; Dechow et al., 1995 ; Dechow et Dichev, 2002 ; Francis et al., 2005 ; Kothari et al., 2005)
	Lissage des résultats (Chalayer, 1995)	<ul style="list-style-type: none"> - Variabilité du résultat / Variabilité des ventes (Breton et Chenail, 1997) - Variabilité du résultat / Actif total (Lang et al., 2003 ; Lang et al., 2006 ; Barth et al., 2008) - Variabilité du résultat / Variabilité du flux de trésorerie (Barth et al., 2008 ; Dechow et al., 2010) - Corrélation entre les accruals et les flux de trésorerie (Barth et al., 2008)
	Gestion par les seuils : anomalies dans la distribution des résultats ; changements dans la distribution ; anomalies dans la distribution des erreurs de prévision (Burgstahler et Dichev, 1997 ; Degeorge et al., 1999 ; Dechow et al., 2003 ; Glaum et al., 2004 ; Jeanjean et Stolowy, 2008)	- Fréquence de résultats faiblement positifs (Lang et al., 2003 ; Barth et al., 2008).
Reconnaissance des pertes	Reconnaissance des pertes (timely loss recognition)	<ul style="list-style-type: none"> - Reconnaissance des pertes selon le modèle de Basu (1997 ; voir également Dechow et al., 2010) - Reconnaissance de résultats largement négatifs (fortes pertes) (Barth et al., 2008)
Pertinence de l'information		<ul style="list-style-type: none"> - Association entre le cours boursier, d'une part, et les résultats et la valeur comptable des capitaux propres, d'autre part (Barth et al., 2008) - Régression du résultat sur le rendement boursier (Lang et al., 2006 ; Barth et al., 2008) - Coefficient de réponse (ERC) : régression du rendement sur l'ERC (Liu et Thomas, 2000 ; Dechow et al., 2010)
Erreurs dans les résultats	Indicateurs externes	<ul style="list-style-type: none"> - Firmes faisant l'objet d'une action de la SEC (AAER) (Dechow et al., 2011) - Retraitements (Desai et al., 2006 ; Hennes et al., 2008) - Faiblesses de contrôle interne (selon la loi SOX) (Ashbaugh-Skaife et al., 2008 ; Ashbaugh-Skaife et al., 2009 ; Altamuro et Beatty, 2010)

II.2. La gestion des résultats comptables : modalités et déterminants

Dans un contexte d'asymétrie d'information entre les dirigeants et les différentes parties prenantes à la firme, la diffusion d'information constitue un moyen de promotion et de contrôle de l'entreprise à destination de ses partenaires. Les informations produites par les dirigeants concernent notamment l'activité, la performance et la situation financière de l'entreprise. Ces informations peuvent être volontaires ou obligatoires. Le résultat comptable, issu des états financiers, fait partie des informations obligatoires diffusées par les sociétés. Il s'agit d'un indicateur particulièrement suivi par les investisseurs et par les analystes financiers. Le résultat est produit à partir de normes prévues dans le cadre d'un référentiel comptable (normes nationales, IFRS, US GAAP, ...). Ainsi, les sociétés européennes cotées doivent, depuis 2005, utiliser les normes IFRS du référentiel comptable international. Sans enfreindre les règles comptables, les dirigeants ont la possibilité d'influencer la présentation et le contenu des états financiers. En effet, la latitude dont les managers disposent dans leurs décisions leur permet de façonner l'information comptable dans le respect du cadre légal. En particulier, le résultat comptable est une variable sur laquelle les dirigeants peuvent souhaiter agir. On parle alors de gestion des résultats (GR) (Schipper, 1989).

La fin des années 1990 et le début du 21^{ème} siècle ont été marqués par une série de scandales financiers aux États-Unis et en Europe. Les exemples incluent Enron, HealthSouth, Parmalat, Tyco, WorldCom et Xerox. En conséquence, la gestion du résultat est devenue une préoccupation grande et constante pour les praticiens et les organismes de réglementation. De plus, les études sur les pratiques des GR ont pris une place importante dans la recherche en comptabilité financière. Cette importance est justifiée par le fait que ces crises successives ont montré que la GR cache les vrais résultats financiers et la situation réelle des entreprises et obscurcit les faits que les parties prenantes devraient connaître (Loomis, 1999). Nous présentons dans cette partie la notion de gestion des résultats, en précisant le contour, les définitions et les modalités de GR, ainsi que les déterminants.

II.2.1. Définitions de la gestion des résultats comptables

Dans le cadre des normes comptables, les dirigeants disposent d'une marge de manœuvre en matière d'options comptables et d'évaluation de certains actifs et passifs. Par exemple, les

choix discrétionnaires des dirigeants s'exercent particulièrement en matière d'évaluation des dépréciations et des provisions. Cette évaluation présente en effet un caractère subjectif, car elle repose sur des hypothèses d'évolution d'un marché, d'une charge ou d'un risque.

Dans la littérature, nous trouvons plusieurs définitions de la GR. Les premiers travaux ont largement étudié les motivations et les conséquences des activités de gestion des résultats (par exemple, (Dechow et Sloan, 1991 ; Jones, 1991), Cependant, ces travaux n'ont pas indiqué une définition spécifique de la gestion des résultats pouvant couvrir l'ensemble des différentes activités de manipulation des résultats.

L'une des plus courantes est présentée par Healy (1985) : « *La GR se produit lorsque les dirigeants utilisent leur jugement dans le reporting/ préparation financière et dans la structuration des transactions pour modifier les états financiers publiés soit pour tromper certaines parties prenantes sur réalité de la performance économique de l'entreprise, soit dans le but d'influencer les conséquences des contrats qui dépendent des informations comptables publiées* ». Une autre définition présentée par Schipper (1989) met l'accent sur le gain privé comme la principale motivation de la gestion des résultats : « *L'intervention délibérée du dirigeant dans le processus de reporting financier externe pour obtenir des gains personnels* » (Schipper 1989). Dans le même sens (Degeorge *et al.* 1999) se focalise sur la dimension discrétionnaire dans les pratiques de GR en proposant la définition suivante : « *l'utilisation stratégique de l'espace discrétionnaire pour influencer les résultats financiers fournies aux des parties prenantes* » (Degeorge *et al.* 1999). Plus spécifiquement, certaines définitions se focalisent sur certaines pratiques de GR. Par exemple, Davidson, Stickney et Weil *et al.*, (1987) définissent la GR comme un « *processus par lequel le dirigeant prend des mesures délibérées à l'intérieur des contraintes liées aux normes comptables afin d'arriver à un niveau de résultat souhaité* ». Beneish (2001) propose quant à lui la définition suivante : « *l'utilisation de choix comptables spécifiques permis par les normes comptables dans le but de reporter le niveau de résultat voulu (qui n'est pas nécessairement juste et vrai)* ».

Dans le cadre de la définition de la GR, il est important de distinguer la GR de la fraude comptable. Dechow et Skinner (2000) expliquent cette erreur et fournissent une classification qui permet d'opérer la distinction entre les différentes activités englobées dans la GR et la fraude comptable. Ces activités sont regroupées en trois catégories, les deux premières représentent deux types de pratiques de GR. La première catégorie regroupe les activités de gestion du résultat comptable (GRC) qui sont liées aux choix comptables. La deuxième

catégorie regroupe les activités de la GR qui influencent le flux de trésorerie nommé gestion réelle du résultat (GRR). Ce type d'activité concerne les décisions des dirigeants qui visent à retarder ou accélérer les ventes, retarder ou accélérer les dépenses de R&D ou encore le retardement ou l'accélération de la publicité. Ainsi, Dechow et Skinner (2000) font la distinction entre ces deux types de GR et une troisième catégorie qui recouperait les pratiques de fraude comptable, qui se cantonnent à des activités bien spécifiques, liées à l'enregistrement des ventes avant que celles-ci ne soient «réalisables», à l'enregistrement de ventes fictives, à la surévaluation ou l'enregistrement fictif de stocks; ou l'antidatée des factures de vente.

Les travaux de Dechow et Skinner (2000) ont ouvert la porte à l'étude d'un nouveau type de GR, dans la mesure où les managers peuvent prendre des décisions de gestion ayant un impact sur le résultat. La latitude des dirigeants s'étend des décisions liées à l'exploitation (ventes, dépenses de R&D, de publicité, etc), au financement (remboursement d'emprunt) et à l'investissement. Les décisions de gestion sont souvent des décisions qui s'imposent à l'entreprise. Toutefois, en avançant ou en reportant certaines décisions, les dirigeants sont en mesure de jouer à court terme sur les résultats comptables, voire sur les flux de trésorerie. La gestion des résultats à partir des décisions de gestion, ou gestion réelle des résultats GRR, s'intéresse donc au « timing » des décisions prises par les managers. A partir des travaux Dechow et Skinner, Roychowdhury (2006) présente une définition de la GR qui se concentre sur l'activité des GRR « décisions de gestion écartent des pratiques commerciales normales, qui sont prises avec l'objectif principal de atteinte de certaines seuils de résultat». À partir de ces différentes définitions, nous pouvons identifier deux types de GR : la GRC et la GRR (Cohen et al. 2008 ; Roychowdhury, 2006).

II.2.2. La distinction entre gestion comptable et gestion réelle des résultats

Plusieurs points importants permettent de faire la distinction entre la gestion réelle et la gestion comptable des résultats (Cohen et al., (2008); Cohen et Zarowin (2010), Dechow et al., (2010), Eisele (2012), Roychowdhury (2006)).

Tout d'abord, le timing de la gestion comptable est lié aux choix comptables pris par les dirigeants lors de l'élaboration des états financiers, qui a lieu à la clôture de l'exercice

comptable, au contraire de la gestion réelle qui s'intéresse aux décisions de gestion prises par les dirigeants au cours de l'exercice comptable, comme le montre Zang (2011). Par exemple, la décision de retarder les dépenses de publicité se prend au cours de l'exercice comptable.

D'autre part, l'étude des éléments qui constituent chaque type de GR permet de faire une distinction claire entre ces deux types de GR. En effet, les activités liées à la GRR influencent généralement les flux de trésorerie de l'entreprise, comme par exemple la décision de réduction des prix afin d'accélérer les ventes dans le but d'augmenter le chiffre d'affaires. A cet égard, la gestion comptable est capable d'influencer de manière indirecte les flux de trésorerie de l'entreprise, par exemple pour éviter l'infraction des conditions des contrats de dettes (Burgstahler et Dichev, 1997; Franz et al., 2014).

De plus, c'est la différence dans les conséquences associées aux deux types de GR qui permet de distinguer entre gestion comptable et gestion réelle. Ainsi, la littérature a bien mis en évidence le fait que les activités de gestion réelle produisent un coût supérieur à celui de la gestion comptable. Mizik (2010), Roychowdhury (2006) et Zang (2011), montrent que la gestion réelle correspond à des décisions de gestion qui ne sont pas optimales, ce qui peut conduire à affaiblir la performance économique ou comptable de l'entreprise. Par exemple, Zang (2011) trouve que la réduction des dépenses de publicité ou de la R&D entraîne une diminution des flux de trésorerie futurs de l'entreprise, tout comme l'augmentation injustifiable dans ces dépenses. Ce constat recoupe celui de Mizik (2010) qui montre que les entreprises qui ont opté pour la réduction des dépenses de R&D et de publicité afin d'améliorer leurs résultats ont des rendements boursiers inférieurs par rapport aux autres entreprises sur un moyen terme de quatre ans. A l'inverse, même si la gestion comptable a un impact sur le résultat diffusé, elle n'influence pas directement la performance et la valeur de l'entreprise. Son influence sur le résultat présente pas ailleurs un caractère réversible d'une année sur l'autre, dans la mesure où une partie des *accruals* est réversible (la variation du Besoin en fonds de roulement, par exemple).

Enfin, la gestion réelle ne peut être contestée par les commissaires aux comptes, sauf décision qui mettrait en danger la pérennité de l'entreprise, car elle concerne des décisions de gestion et non des décisions comptables. Enfin, la gestion réelle est difficile à détecter. En effet, la distinction entre une décision optimale de gestion (effectuée dans le but de maximiser la valeur de l'entreprise) et la volonté de gérer les résultats comptables (Schipper, 1989) est souvent délicate à opérer. A ce sujet, on peut noter le rôle potentiel des mécanismes de gouvernance, susceptibles de contrôler les décisions des dirigeants et de limiter la gestion

réelle des résultats.

Les deux modalités de gestion des résultats (gestion comptable et gestion réelle) sont largement complémentaires, et peuvent être utilisées dans le cadre d'une stratégie globale de gestion des résultats. Ainsi, la latitude dont disposent les dirigeants en matière d'options comptables et d'évaluation peut influencer la gestion réelle des résultats. Par exemple, un changement des règles comptables ou de gouvernance est susceptible de modifier les pratiques de gestion réelle. Par exemple, suite à l'application de la loi SOX aux Etats-Unis, Cohen et al., (2008) et Bartov et Cohen (2009) observent une diminution de la gestion comptable des résultats, mais une augmentation de la gestion réelle. Cette différence montre l'importance d'étudier les deux types de GR.

II.2.3. Les déterminants de la gestion des résultats comptables

La théorie politico-contractuelle de la comptabilité, développée par Watts et Zimmerman (1978), propose un cadre explicatif à la gestion des résultats. Cette théorie repose, d'une part, sur le modèle positif d'agence introduit par Jensen et Meckling (1976), et d'autre part, sur la théorie de la réglementation (Posner, 1974). Selon Watts et Zimmerman, les choix comptables d'une entreprise s'expliquent par les relations d'agence (la relation dirigeant-actionnaire, par exemple) et la crainte de nouvelles réglementations (lois anti-trust, fiscalité...).

Les facteurs explicatifs de la gestion des résultats peuvent être classés en deux catégories : les incitations et les contraintes (Jeanjean, 2001). Les incitations découlent du contexte économique de concurrence et de la pression qu'exercent les différents marchés sur les dirigeants (marché des biens et services, marché financier, marché du travail des dirigeants). Les contraintes sont liées au contexte réglementaire et de contrôle de l'entreprise.

Plusieurs facteurs susceptibles d'influencer la gestion des résultats ont été identifiés dans la littérature : la taille de l'entreprise, son endettement, les opportunités de croissance, la structure de l'actionnariat, et la qualité de l'audit. Nous introduisons donc ces facteurs comme variables de contrôle dans notre étude.

Selon l'hypothèse des coûts politiques (Watts et Zimmerman 1978), les firmes soumises à des pressions politiques ont tendance à modérer leurs résultats. La taille de l'entreprise est souvent utilisée comme proxy pour mesurer les coûts politiques. Ce lien est généralement

observé dans la littérature (Cohen et al., 2008). Sur le plan méthodologique, Ecker et al., (2013) proposent un modèle d'estimation des accruals discrétionnaires fondé sur la taille des entreprises.

L'endettement peut également influencer la gestion des résultats. Les créanciers exercent ainsi une pression sur les entreprises, par l'intermédiaire de clauses restrictives dans les contrats de dette (Defond et Jiambalvo, 1994). Les entreprises endettées sont donc incitées à gérer leurs résultats afin d'améliorer leur performance perçue et obtenir les meilleures conditions de financement. Par ailleurs, les opportunités de croissance peuvent influencer les variables comptables de l'entreprise (Chen et al., 2010).

La structure d'actionnariat influence aussi la gestion des résultats, un actionnariat concentré permettant en théorie d'exercer un meilleur contrôle (Beneish, 1997). Toutefois, la concentration de l'actionnariat peut aussi augmenter l'asymétrie d'information entre actionnaires de contrôle et actionnaires minoritaires, conduisant à une augmentation de la gestion des résultats (Haw et al., 2004). La qualité de l'audit externe influence les pratiques comptables des entreprises. Selon DeAngelo (1981), les grands cabinets d'audit fournissent les meilleures garanties en termes d'indépendance et de qualité d'audit. Les résultats de plusieurs études semblent aller dans ce sens (Becker et al., 1998 ; Francis et al., 1999).

Dans le cadre de notre recherche, nous étudions si la mise en place de mécanismes de gouvernance, tels qu'édictés dans les codes de gouvernance, est en mesure d'influencer la gestion des résultats comptables. Notre analyse s'intéresse plus particulièrement à l'impact des caractéristiques du conseil de direction et des comités spécialisés sur les pratiques de gestion des résultats. L'effet attendu de l'implémentation du code et des différents mécanismes de gouvernance est développé dans la section suivante.

III. LES THEORIES SOUS-JACENTES A L'ETUDE DES CODES DE GOUVERNANCE

Afin de développer le cadre théorique qui permet d'expliquer l'efficacité de la mise en place des CG par la loi DDAC, nous mobilisons un cadre théorique composé de la théorie d'agence et de la théorie institutionnelle. Ces deux théories permettent d'expliquer la vision disciplinaire et l'approche volontaire fondée sur le principe AOE. Plusieurs travaux récents (Cuomo, et al., 2015; Stiglbauer et Velte, 2014;) considèrent en effet qu'il serait utile de mobiliser d'autres cadres théoriques que le seul cadre de la théorie de l'agence, principalement utilisé dans les études sur les CG.

III.1. La théorie d'Agence

La théorie d'agence a été largement utilisée pour étudier les problématiques associées à la relation principal-agent. Bien que plusieurs chercheurs aient contribué au développement de cette théorie (Berle et Means, 1932; Alchian et Demsetz, 1972; Smith et Warner, 1979; Fama, 1980). Jensen et Meckling (1976) avec leur article « Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure » sont considérés comme les principaux contributeurs de cette théorie. En se basant sur la théorie du droit de la propriété (notamment via des travaux pionniers comme ceux de Coase (1937) et Alchian et Demsetz (1972), Jensen et Meckling (1976) ont établi le cadre théorique de la théorie d'agence qui représente la théorie dominante dans la littérature sur la gouvernance en général et sur les CG en particulier (Aguilera et Cuervo-Cazurra, 2004; Cuomo et al., 2015).

III.1.1. Les fondements de la théorie d'Agence

Dans cette théorie, l'entreprise est considérée comme un nœud de contrats, associant l'entreprise et l'ensemble des différents apporteurs de ressources, où les conflits d'intérêt et les objectifs des parties sont résolus par la mise en place d'un réseau de relations contractuelles (Jensen et Meckling, 1976).

A partir de cette conception de l'entreprise, la théorie d'agence définit la relation d'agence comme une relation qui lie un mandant (le principal) et un mandataire (l'agent) par un contrat

dans lequel une (ou plusieurs) personne(s) (le principal) a recours au service d'une autre personne (l'agent) pour accomplir en son nom une tâche quelconque. À partir de cette vision contractuelle de l'entreprise, ils développent un modèle simplifié réduit à deux relations d'agence. La première relation lie les dirigeants aux actionnaires, la seconde, lie l'entreprise (représentée par les dirigeants et les actionnaires) aux créanciers financiers. Ce modèle est basé sur deux hypothèses. D'une part, les parties impliquées dans la relation d'agence sont supposées agir de façon à maximiser leurs fonctions d'utilité. D'autre part, ces parties sont capables d'anticiper rationnellement et sans biais l'incidence des relations d'agence sur la valeur de leurs patrimoines.

L'application de ce modèle nous permet d'identifier deux problèmes fondamentaux résultant de la relation d'agence liant les dirigeants aux actionnaires (Jensen et Meckling, 1976).

i) L'asymétrie informationnelle entre le principal et l'agent

En effet, dans le cadre de la relation d'agence, le principal est impliqué au moins dans une des situations suivantes : il ne peut observer qu'imparfaitement les décisions prises par l'agent. Le principal ne peut pas être constamment informé des agissements de l'agent et il ne peut pas être constamment informé des finalités que l'agent cherche à atteindre.

ii) Le conflit d'intérêt entre le principal et l'agent

Dans le cadre de l'asymétrie d'information entre le principal et l'agent, et dans la mesure où ce dernier tend à maximiser sa propre fonction d'utilité, l'agent ne va pas toujours agir dans l'intérêt du Principal. Il va probablement adopter un comportement opportuniste servant à augmenter sa propre richesse. Cela peut se traduire dans le cadre de relation dirigeants- actionnaire, par le fait que les dirigeants ont tendance à gérer l'entreprise dans un sens non conforme aux intérêts des actionnaires, c'est-à-dire en maximisant leur propre utilité, sans répondre aux attentes des actionnaires qui eux aspirent à la maximisation de la valeur de l'entreprise. Trois motifs ont été avancés par Jensen et Meckling (1976) comme sources de la divergence d'intérêts entre les dirigeants et les actionnaires :

Tout d'abord, dans le cadre l'asymétrie d'information, les dirigeants ont des motivations à exproprier des ressources durables de l'entreprise pour maximiser leur propre richesse. Les dirigeants peuvent s'octroyer ainsi des avantages en nature ou des rémunérations excessives; ou maximiser les investissements dans le but d'optimiser

leur utilité en termes de notoriété, de richesse ou de prélèvements non pécuniaires. Ces décisions viennent ainsi grever d'autant la performance et la richesse de l'entreprise.

Une deuxième source a trait au fait que le comportement du dirigeant vis-à-vis du risque diffère de celui des actionnaires, puisque ces derniers sont moins sensibles à la variabilité des résultats et au risque de faillite. Cette vision est basée sur l'hypothèse que le risque des dirigeants attaché au capital humain n'est pas diversifiable, contrairement aux actionnaires qui investissent en capital financier et diversifier leur portefeuille. Dans cette optique, pour préserver leurs postes, les dirigeants peuvent soit opter pour des investissements moins risqués que ne le souhaitent les propriétaires et donc avec des espérances de gains moins importantes ; ou bien, ils peuvent aussi opter pour la diversification de leur risque en engageant leurs sociétés dans des acquisitions conglomerales, qui permettent de stabiliser le chiffre d'affaires et d'éviter les effets de la faillite (Amihud et Lev, 1981).

Une troisième source de conflit vient du fait que les dirigeants peuvent privilégier les investissements rentables à court terme, parce qu'ils disposent d'un horizon limité à leur présence dans l'entreprise. Ainsi, Rappaport (1989) insiste sur la gestion à court terme menée par les dirigeants, puisque l'évaluation des résultats se fonde sur des chiffres trimestriels.

La théorie de l'agence conduit à s'interroger sur l'équilibre entre les coûts supportés par l'un des contractants en cas d'opportunisme de l'autre, et les coûts de mise en place des techniques de surveillance (Gomez, 1996). Ces coûts peuvent s'interpréter comme des coûts d'organisation ou de transaction interne. Ces coûts sont supportés par les deux parties, l'une cherchant à contrôler (le principal), l'autre devant contractuellement informer (l'agent). Selon Jensen et Meckling (1976), il est possible de distinguer trois types de coûts produits par la relation d'agence :

- **Les coûts de surveillance (Monitoring expenditures)** qui sont des frais engagés par le principal pour vérifier que les décisions prises par l'agent sont conformes à ses propres intérêts du premier. Nous pouvons citer par exemple, les honoraires des commissaires aux comptes et l'audit réalisé par les actionnaires.
- **Les coûts de dédouanement (Bonding expenditures)** qui sont des dépenses réalisées par le dirigeant pour montrer sa « bonne foi » au principal. Les frais de publicité, l'élaboration et la diffusion d'un rapport annuel constituent quelques exemples.

- **La perte résiduelle (Residual loss)** qui correspond à la perte d'utilité supportée par le principal, suite à la divergence d'intérêts avec l'agent.

Ainsi, dans le cadre de la théorie de l'agence, la gouvernance d'entreprise représente l'ensemble des mécanismes disciplinaires dont l'objectif principal est de traiter les deux problèmes d'agence (l'asymétrie d'information et le conflit d'intérêts) afin de minimiser les coûts d'agence, dans le but final de maximiser les « créances résiduelles » des actionnaires. A partir de cette théorie, nous pouvons étudier l'efficacité des CG, et notamment en termes de qualité de l'information comptable et de performance.

III.1.2. Les codes de gouvernance et l'approche disciplinaire de la gouvernance (la théorie d'agence)

Le développement historique des CG montre que les CG ont été établis comme une réponse institutionnelle aux crises financières successives et aux changements institutionnels dans l'environnement de l'entreprise. Ce contexte a participé à construire une acceptation auprès des différentes parties prenantes aux besoins de renforcer le contrôle sur les dirigeants suite à ces crises (Wirtz, 2004a). Cela s'est traduit par le consensus des différents acteurs émetteurs des CG sur l'adoption d'une vision disciplinaire de la gouvernance, qui trouve son fondement théorique dans la théorie d'agence (Wirtz, 2008a).

Dans cette perspective, les CG partagent plusieurs exigences, telles que la présence d'administrateurs indépendants, de comités spécialisés indépendants, la limitation du nombre de mandats des dirigeants et des administrateurs. Ces mécanismes visent à traiter les problèmes d'agence. Selon Luo et Salterio (2014), le bénéfice attendu d'une amélioration de conformité aux CG des entreprises peut se situer en termes de qualité de l'information financière et de performance de l'entreprise.

D'une part, la qualité de l'information financière constitue un des enjeux de la mise en place de CG. Dans le cadre de la vision contractuelle de l'entreprise adoptée par la théorie d'agence, les contrats entre les actionnaires et les dirigeants jouent un rôle essentiel pour traiter les problèmes d'agence. Ces contrats permettent d'aligner les intérêts des dirigeants sur ceux des actionnaires. Toutefois, la majorité de ces contrats sont basés sur des données comptables. Dans un contexte d'asymétrie d'information et de divergence d'intérêts entre les actionnaires

et dirigeants, ces derniers peuvent utiliser leur latitude pour gérer le résultat vers le haut ou vers le bas selon qu'il est supérieur ou inférieur au résultat ciblé par les dirigeants (Healy, 1985; Gaver *et al.*, 1995). Cela peut conduire à considérer les pratiques de gestion des résultats comme un type de coûts d'agence qui peut minimiser la richesse des actionnaires (Davidson *et al.*, 2005; Prior *et al.*, 2008). En résultat, la théorie de l'agence suggère que les dirigeants ont intérêt à s'impliquer dans des pratiques de gestion des résultats afin d'en retirer des avantages personnels au détriment des actionnaires. Ces comportements affaiblissent la fiabilité de l'information financière, créent une asymétrie d'information entre les gestionnaires et les actionnaires, et produisent des coûts d'agence supplémentaires qui réduisent la richesse des actionnaires.

Dans ce contexte, les différents mécanismes disciplinaires de gouvernance inclus dans les CG constituent un ensemble de contraintes qui limitent la capacité des dirigeants opportunistes à recourir à la GR (e.g., Fama, 1980; Fama et Jensen, 1983; Shleifer et Vishny, 1986; Williamson, 1988). Une application effective des CG conduit donc à augmenter la crédibilité de l'information financière fournie par l'entreprise, en réduisant l'asymétrie d'information et les coûts d'agence. A l'inverse, les entreprises ne se conformant pas aux CG laisseront aux dirigeants une plus grande marge en matière de GR.

D'autre part, la performance constitue un autre enjeu de la mise en place de CG. L'application effective des CG améliore le contrôle sur les dirigeants et diminue l'asymétrie d'information entre les actionnaires et les dirigeants, ce qui renforce la confiance des actionnaires dans les décisions des dirigeants et diminue l'incertitude des investisseurs. En conséquence, la conformité au CG diminue les coûts d'agence et renforce l'alignement des intérêts des dirigeants vers l'objectif de maximisation de la valeur actionnariale de l'entreprise. De plus, la théorie d'agence prévoit que les actionnaires dans les sociétés se conformant moins aux CG supportent des coûts d'agences plus élevés par rapport aux entreprises se conformant. La mise en place de mécanismes de gouvernance constitue en théorie un moyen de contrôler les dirigeants et de les inciter à agir dans l'intérêt des actionnaires. Par exemple, la mise en place de rémunérations incitatives prévue dans les CG va dans ce sens. En résultat, les dirigeants ont besoin de renforcer leur conformité aux CG pour rassurer les actionnaires et leur montrer qu'ils travaillent en ligne avec leurs intérêts (Raffournier, 1995). Dans un contexte d'asymétrie d'information, la mise en conformité au CG constitue un mécanisme de dédouanement de la part des dirigeants et du conseil d'administration. En outre, plusieurs auteurs considèrent que la mise en place d'un ensemble de mécanismes de gouvernance est

plus efficace qu'un seul mécanisme (Desender *et al.*, 2013; Rediker et Seth, 1995).

Néanmoins, dans le contexte français, l'efficacité des CG et du principe AOE pour contraindre la gestion des résultats ne sont pas évidentes à priori. Ce principe offre en effet aux entreprises la possibilité de ne pas se conformer aux règles prévues par le code, à condition d'expliquer leurs choix. Par ailleurs, la mesure de conformité et les recommandations au code présentent un caractère simpliste, sous forme de respect d'un seuil ou de présence d'un organe ou d'un mécanisme de gouvernance. Elle ne dit rien sur l'efficacité des mécanismes mis en place. Par exemple, la présence d'administrateurs indépendants au sein du conseil de direction ou des comités ne sera bénéfique que si ces administrateurs sont compétents et exercent un réel contre-pouvoir face aux autres administrateurs.

III.2. La théorie institutionnelle et l'institutionnalisation des codes de gouvernance

Le développement historique des CG présenté précédemment (§ I.1.1) montre que ces codes sont passés par un processus d'institutionnalisation relativement long avant de s'intégrer à l'environnement institutionnel de l'entreprise, au niveau international comme en France. Dans le but de comprendre cette pression institutionnelle et d'évaluer l'efficacité des CG en France, en particulier suite à la loi DDAC (2008), nous mobilisons la théorie institutionnelle. Cette théorie nous permet en effet d'expliquer plusieurs points importants dans notre recherche, dont le processus d'institutionnalisation des CG, le rôle décisif du principe AOE dans ce processus ainsi que la nature disciplinaire des codes. En outre, elle nous permet d'identifier les mécanismes institutionnels par lesquels le principe AOE fonctionne en tant que modalité d'application des CG.

À partir des travaux de Berger et Luckmann (1967), puis de Zucker (1977) sur les déterminants de la persistance culturelle, la théorie institutionnelle a été largement développée pour expliquer le processus d'adoption, de diffusion et de persistance des pratiques organisationnelles entre les organisations (Meyer et Rowan, 1977; Tolbert et Zucker, 1983; DiMaggio et Powell, 1983; Abrahamson, 1991; Scott, 1995; Greenwood et al., 2002; Enrione et al., 2006;). En outre, cette théorie a été également utilisée dans plusieurs domaines comme dans le domaine universitaire (Covaleski et Dirsmith, 1988), celui de la santé (Goodrick et

Salancik, 1996; Westphal, Gulati et Shortell, 1997), ou encore pour l'étude des grands conglomérats (Davis, Diekmann et Tinsley, 1994).

Selon Chua et Rahman (2011), la théorie institutionnelle explique « *pourquoi autant d'entreprises ont des structures organisationnelles et des éléments culturels similaires, même si elles sont des entités distinctes, et comment les organisations comme des institutions façonnent le comportement des membres individuels* ». En termes simples, elle peut expliquer pourquoi les différentes organisations se structurent de manière similaire (Suchman, 1995). De plus, l'institutionnalisme se réfère aux processus par lesquels les attentes sociétales ou un comportement approprié d'une forme organisationnelle en viennent à obtenir le statut de règle (Martinez et Dacin, 1999). Afin d'établir notre cadre théorique, nous commençons par présenter certains concepts de base de cette théorie.

III.2.1. Les fondements de la théorie institutionnelle

La théorie institutionnelle est préoccupée par l'analyse de l'environnement institutionnel de l'organisation. L'environnement institutionnel interne d'une organisation comprend les structures, le système et les pratiques établies dans le passé de cette organisation (Meyer et Rowan, 1977). L'environnement institutionnel externe de cette organisation rassemble ainsi les normes, les principes et les valeurs qu'elle partage avec d'autres organisations (Granovetter, 1985). Les perspectives institutionnelles font valoir que les organisations cherchent à incorporer les normes de leur environnement institutionnel afin qu'elles puissent acquérir la légitimité, les ressources et la stabilité pour améliorer leurs perspectives de survie (Meyer et Rowan, 1977; DiMaggio et Powell, 1983; Scott, 1987; D'Aunno et al., 1991). Ainsi, pour survivre, les organisations doivent tenir compte des attentes institutionnelles, même si cela aboutit à des structures organisationnelles et des actions parfois inexplicables et inefficaces.

Le concept de légitimité organisationnelle représente un deuxième concept central de la théorie institutionnelle et la rend différente des autres approches théoriques des organisations (Scott, 1995). Suchman (1995) définit la légitimité comme « la perception généralisée ou l'hypothèse que les actions d'une entité sont souhaitables, ou opportunes [dans un système social] ». Toutefois, les entreprises peuvent également chercher une légitimité afin d'assurer la persistance et la crédibilité (DiMaggio et Powell, 1983; Meyer et Rowan, 1977). Dans cette perspective, Carroll et Hannan, 1989; Meyer et Rowan, 1977 indiquent que la légitimité a été

mesurée par différents termes tels que la persistance et la congruence (Deephouse et Carter, 2005).

L'isomorphisme est un concept central et multi-façades dans la théorie institutionnelle (DiMaggio et Powell, 1983; Chua et Rahman, 2011; Yoshikawa *et al.*, 2007). Dans le cadre de cette théorie, il est montré que les pressions institutionnelles conduisent les organisations à adopter des caractéristiques organisationnelles similaires. Cette tendance à l'uniformité a été appelée isomorphisme par DiMaggio et Powell (1983, 1991). Hawley (1968) a défini l'isomorphisme comme un processus contraignant qui oblige une unité dans une population à ressembler à d'autres unités qui font face à la même série de conditions environnementales. Le rôle de l'isomorphisme est fondamental dans la théorie institutionnelle parce qu'il conduit à la légitimité (Meyer et Rowan, 1977 ; DiMaggio et Powell, 1983). Selon Westphal et al., (1997) l'isomorphisme institutionnel se manifeste empiriquement par l'augmentation de la conformité. Deephouse et Carter (2005) ont estimé que « les organisations conformes aux stratégies couramment utilisées, et aux structures et pratiques semblent rationnelle et prudente au système social ». De plus, Scott (1995) affirme que la théorie institutionnelle explore le rôle des institutions extra-organisationnelles dans le développement de structures organisationnelles, politiques - et les façons dont les entreprises réagissent à ces pressions externes pour recevoir le soutien et la légitimité.

DiMaggio et Powell (1983,1991) ont identifié trois grands mécanismes qui conduisent à l'isomorphisme. Tout d'abord, l'isomorphisme coercitif se présente comme le fait d'exercer des pressions formelles ou informelles sur une organisation, pressions exercées par d'autres organisations ou par les attentes culturelles de la société dans laquelle les organisations s'insèrent. Par exemple, une forme d'isomorphisme coercitif agit lorsque des schémas organisationnels légitimés au titre de meilleures pratiques sont imposés sur les organisations par des organisations plus puissantes. L'isomorphisme mimétique apparaît quant à lui lorsque les organisations réagissent à l'incertitude en adoptant les modèles d'autres organisations considérées comme plus performantes. Enfin, l'isomorphisme normatif est quant à lui lié au concept de professionnalisation lorsque les organisations adoptent des modèles considérés comme appropriés par des membres d'une profession.

III.2.2. Le changement institutionnel dans la littérature et le processus d'institutionnalisation des CG via le principe AOE

Les changements institutionnels et le processus d'institutionnalisation

La théorie institutionnelle a été mobilisée dans deux perspectives différentes. Au début, pour justifier la stabilité et la persistance des dispositions organisationnelles, elle a été développée pour expliquer la similitude et la stabilité des dispositions ou des pratiques organisationnelles dans une population ou dans un domaine d'organisations donnés (Greenwood et Hinings, 1996). Ainsi, jusqu'à la fin des années 1980, l'accent a été mis sur les processus de construction et de convergence institutionnels, avec l'hypothèse que les institutions sont mises en place et exercent leurs effets, mais ne sont pas elles-mêmes soumises à d'autres changements. Par la suite, les chercheurs ont commencé à examiner les situations impliquant un changement institutionnel, témoignant notamment de la désinstitutionnalisation des formes existantes et de leur remplacement par de nouvelles dispositions (Scott, 2000) Dougherty (1994), Greenwood et Hinings (1996). Plus récemment, Chizema et Buck (2006) ont suggéré que la théorie institutionnelle permet de développer des cadres théoriques des différentes étapes de l'institutionnalisation des nouvelles pratiques organisationnelles.

Dans ce cadre du développement de la théorie institutionnelle, plusieurs modèles ont été envisagés afin d'expliquer des opérations diverses de changement institutionnel, comme le modèle à trois étapes de Scott (2008) pour expliquer l'institutionnalisation des normes comptables IFRS¹⁸) et le modèle Miggano (1987) en quatre étapes. Dans le cadre de notre recherche, le modèle Greenwood et al., (2002) représente un modèle pertinent qui nous permettra de décrire les différentes étapes qui ont conduit à l'institutionnalisation des CG au niveau international. Ce modèle nous permettra en outre d'étudier le processus d'institutionnalisation des codes en France.

Dans ce modèle, ils ont identifié six étapes conduisant aux changements vers la pleine institutionnalisation d'une pratique organisationnelle dans l'environnement de l'entreprise.

¹⁸ International Financial Reporting Standards, sont des normes comptables, développés par le Bureau international des normes comptables (International Accounting Standards Board ,IASB)

Ces étapes sont les suivantes :

i) Un ou des chocs (precipitating jolts) dans l'environnement institutionnel

L'arrivée d'événements tels que les transformations sociales, technologiques ou réglementaires peut remettre en cause les pratiques existantes des entreprises. En tant que sources de transformations institutionnelles, ces transformations jouent le rôle des chocs externes, tels que définis par Powell (1991). En conséquence, comme les pratiques existantes sont déstabilisées, de nouveaux acteurs institutionnels peuvent intervenir ou des acteurs existants peuvent gagner de la légitimité en proposant de nouvelles idées et pratiques. De cette façon, la place est ouverte pour de nouvelles actions dans l'environnement institutionnel.

ii) La désinstitutionnalisation de pratiques organisationnelles existantes

Les chocs diminuent la pression isomorphique et l'organisation peut poursuivre ses propres modalités d'innovation fondées sur la viabilité technique plutôt que sur la conformité aux normes sociales existantes.

iii) La pré-institutionnalisation des CG

Les organisations innovent, cherchent, de manière indépendante, des solutions viables techniquement aux problèmes perçus localement.

iv) La théorisation

La généralisation des nouvelles pratiques innovantes conduit vers la théorisation de ces pratiques par identification des propriétés et des résultats attendus en termes abstraits. De plus, au cours de la théorisation, les pratiques innovantes nouvelles sont encadrées et structurées de manière à répondre aux exigences sociales existantes afin de leur procurer de la légitimité. Le lien entre l'institutionnalisation et le processus de théorisation a été exploré par Barley et Tolbert (1995).

v) La diffusion

La réussite de la théorisation ouvre la voie à la diffusion. En termes généraux, la diffusion se produit une fois que les pratiques innovantes « sont perçues comme des pratiques objectives et qu'elles répondent au large consensus social » (Creed et al., 2002).

vi) La ré-institutionnalisation

Lorsque la densité de l'adoption d'une pratique innovante lui accorde une légitimité organisationnelle, nous pouvons dire que cette pratique devient pleinement institutionnalisée. L'institutionnalisation complète d'une pratique organisationnelle

signifie qu'elle est prise pour acquise. Ainsi, l'adoption de pratiques institutionnalisées devient une condition nécessaire pour afficher sa conformité aux attentes sociales et pour avoir de la légitimité.

Nous appliquons la théorie institutionnelle et le modèle de changement institutionnel de Greenwood et al., (2002) présentés ci-dessus pour expliquer le développement des CG. Dans un premier temps, nous décrivons les différentes étapes du processus d'institutionnalisation des CG au niveau international. Dans un deuxième temps, nous identifions les étapes d'institutionnalisation des CG en France. Cela nous permettra de revenir sur plusieurs questions liées aux GC telles que la nature des recommandations, la domination du principe AOE au niveau international, le rôle de la loi DDAC 2008 ou encore les mécanismes découlant de cette loi dans le contexte français.

Le processus d'institutionnalisation des CG au niveau international

Le processus d'institutionnalisation a connu plusieurs étapes allant des nombreux chocs qui ont marqué l'émergence des premiers CG pour arriver à l'institutionnalisation des CG dans l'environnement de l'entreprise.

Ces étapes peuvent être divisées en 6 points qui sont décrits ci-dessous à partir des travaux de (Aguilera et Cuervo-Cazurra, 2009; Enrione et al., 2006) :

i) De nombreux chocs ont marqué l'émergence des premiers CG

Dans un contexte caractérisé par la prédominance de PDG dans les conseils des entreprises, les interventions limitées des réglementations avec un rôle mineur joué par les investisseurs institutionnels, une association des investisseurs institutionnels « Business Roundtable » a publié en 1978 un rapport intitulé "*The Role and Composition of the Board of Directors of the Large Publicly Owned Corporations*". Ce rapport constitue une réaction à la vague de prise de contrôle hostile qui était une des caractéristiques de l'époque des grands conglomérats aux États-Unis (Enrione et al., 2006). Plus tard, plusieurs changements institutionnels dans l'environnement de l'entreprise ont également conduit à l'émergence de CG. Premièrement, le business model a changé, faisant évoluer les stratégies de type « grands conglomérats » vers des stratégies de type « core competences ». Ce changement s'accompagnait par la baisse des performances de nombreuses entreprises en Europe (Enrione et al., 2006). Dans le

même temps, les marchés financiers ont connu des scandales financiers majeurs au début des années quatre-vingts comme BCCI et Maxwell en Angleterre. Ces scandales ont montré la nécessité de mieux protéger les actionnaires, en particulier les actionnaires minoritaires. Dans ce contexte, les régulateurs ont tenté de formuler une réponse à une demande sociale émergente pour plus de responsabilité et plus de transparence de la part de l'entreprise.

ii) La désinstitutionnalisation du cadre institutionnel existant dans les années quatre-vingt

Les chocs évoqués précédemment ont transformé le réseau des acteurs opérant dans le domaine de la gouvernance d'entreprise. Ceci a abouti à la désinstitutionnalisation du cadre institutionnel existant dans les années quatre-vingt via la montée en puissance de nouveaux acteurs directement impliqués dans la formulation de règles portant sur la gouvernance d'entreprise. Parmi ces acteurs, les investisseurs institutionnels et les autorités de réglementation des marchés ont tenté de fournir au champ institutionnel de nouvelles règles. Par exemple, aux Etats-Unis, certaines institutions telles comme l'Institutional Service Actionnaires (ISS) ont progressivement assumé le rôle d'observateurs du marché et les associations professionnelles ont commencé à produire des règles ayant une incidence sur le fonctionnement interne du conseil d'administration.

iii) La pré-institutionnalisation des CG

Ces changements ont donné lieu à un débat intense dans de nombreux pays sur la gouvernance d'entreprise et sur les règles possibles pour renforcer la responsabilité des entreprises. Cette étape de pré-institutionnalisation, où les règles de concurrence ont été proposées et analysées, a caractérisé les années quatre-vingt. C'est à Hong Kong et en Irlande, que des codes de gouvernance ont été émis avant 1991.

iv) Le principe AOE et la théorisation des CG

L'étape de pré-institutionnalisation est interrompue par l'effort de théorisation induit par le Comité Cadbury en 1992 par la publication du rapport du Comité Cadbury en 1992 : *Financial Aspects of Corporate Governance* basé sur le principe AOE. Le rapport Cadbury marque la fin des expériences sur les codes par l'établissement d'un ensemble de règles standardisées en matière de gouvernance d'entreprise. Il mêle une approche flexible (AOE) dans le but de prendre en compte les caractéristiques intrinsèques des entreprises à une approche disciplinaire de la gouvernance, ce qui

permet de répondre aux attentes des acteurs du champ de l'organisation dans le contexte précité. Suite à l'adoption de ce code par l'autorité de marché au Royaume-Uni, le taux d'adoption des codes de gouvernance a considérablement augmenté dans le monde entier (figure 2 § I.1.1).

v) La phase de diffusion des CG

Après la publication du rapport Cadbury en 1992, nous pouvons signaler le début de la phase de diffusion des CG. Cette période se caractérise par l'augmentation exponentielle du nombre de nouveaux codes, mais aussi par l'augmentation du nombre des différents acteurs de ce champ organisationnel impliqués dans la publication des nouveaux codes visant à promouvoir les principes de bonne gouvernance. Aguilera et al., (2009) a identifié les différents types d'acteurs impliqués dans la réalisation des codes de gouvernance, tels que les autorités du marché financier, les gouvernements, les associations professionnelles des dirigeants, les associations d'investisseurs institutionnels ainsi que les instituts de recherche et d'enseignement.

vi) L'institutionnalisation des CG dans l'environnement de l'entreprise

L'implication de ces différents acteurs très influents dans le processus de publication et de promotion des CG a renforcé la légitimité de ces codes. Cette implication a créé différents mécanismes d'isomorphisme institutionnel (coercitif, normatif et mimétique), analysés par Aguilera et al., (2009). C'est dans ce cadre que s'inscrivent les lois à la base de l'application de ces codes dans les différents pays, notamment en Allemagne depuis 2004 (Kohl et al., 2011; Stiglbauer et Velte, 2014) et au Royaume-Uni en 1998 (MacNeil et Xiao Li, 2006). Avec la quatrième directive européenne de 2006, le principe AOE devient l'approche officielle de l'application des codes en Europe. En conséquence, les CG deviennent pleinement institutionnalisés, et la référence aux CG devient une des conditions nécessaires de la conformité sociale et de la légitimité. En résultat, la pression institutionnelle a augmenté avec l'adoption du principe AOE prévu par la loi dans le cadre de l'application des CG dans différents pays. En France, deux ans après la directive européenne, la loi DDAC de 2008 a été votée comme une transposition de cette quatrième directive européenne dans le cadre juridique national.

III.2.3. L'institutionnalisation des CG en France

Le développement historique des CG en France présenté dans le § I.2 nous permet de conclure que l'institutionnalisation des CG dans le contexte français a été le résultat, à la fois, du processus d'institutionnalisation des CG au niveau international et de facteurs institutionnels locaux. Ainsi, en mobilisant notre cadre théorique (la théorie institutionnelle) présenté ci-dessus, nous pouvons identifier certaines étapes d'institutionnalisation des CG en France.

Tout d'abord, la première étape a consisté dans la publication du premier CG, dans le rapport Viénot 1 (1995). Cette publication est apparue comme une pratique innovante sur le marché français, suite à l'ouverture du marché aux investisseurs étrangers et à la vague de privatisation des grandes sociétés françaises. Le rapport Viénot (1995) a pris le code Cadbury (1992) au Royaume Uni comme modèle (Wirtz, 2008a).

Ensuite, la deuxième étape a été le rapport Bouton (2002) et la loi LSF (2003). Ceux-ci ont été établis suite à la crise mondiale déclenchée par l'affaire Enron en 2002 et à la loi SOX aux États-Unis. A partir de cette étape, une pression institutionnelle s'est exercée sur les entreprises pour prendre en compte les recommandations des CG, et en particulier celles concernant le conseil d'administration. Selon Wirtz (2008b), plusieurs facteurs ont renforcé la légitimité de ces CG. Ces facteurs sont d'un côté, le fait de promouvoir les CG comme les «meilleures pratiques de gouvernance» au niveau international et national par plusieurs acteurs économiques influents comme les investisseurs institutionnels et les organisations internationales. D'un autre côté, la loi LSF (2003) qui oblige le président du conseil d'administration (ou de surveillance) à publier un rapport annuel sur les conditions de préparation des travaux et sur le fonctionnement de leurs conseils constitue un deuxième facteur. En outre, la création de l'Autorité des marchés financiers (AMF) chargée de mener régulièrement une étude du contenu de ces rapports s'est rajoutée comme un troisième facteur. Ainsi, malgré l'absence d'obligation de se référer à un code de gouvernance, l'existence de ces facteurs a motivé les entreprises à appliquer certaines recommandations citées dans les CG pour renforcer leur légitimité.

Enfin, la loi DDAC de 2008 a complété le processus d'institutionnalisation des CG en France. Cette loi oblige l'entreprise à se référer à un CG en adoptant le principe AOE comme la base de cette obligation. Différents mécanismes d'isomorphisme institutionnel découlent de l'application de la loi DDAC que l'on peut décrire à partir du cadre théorique présenté ci-

dessus.

Il s'agit tout d'abord d'un isomorphisme coercitif produisant des pressions formelles imposées par la loi DDAC qui oblige les entreprises à déclarer leur conformité ou non à un code de gouvernance. Il s'agit ensuite d'un isomorphisme normatif qui est lié au concept de professionnalisation et qui se produit lorsque les organisations adoptent des modèles considérés comme appropriés par des membres d'une profession telles que, dans notre contexte, les membres de l'Association Française des Entreprises Privées (AFEP) et du Mouvement des Entreprises de France (MEDEF). Enfin, cet isomorphisme peut ici également être qualifié d'isomorphisme mimétique puisque les organisations réagissent à l'incertitude en adoptant les modèles d'autres organisations considérées comme plus performantes ou plus légitimes. En conséquence, compte tenu de ce cadre théorique et après plusieurs années d'application du principe AOE en France via la loi DDAC, des questions se posent sur les déterminants des niveaux de conformité et de l'évolution de cette conformité au cours du temps, concernant en particulier le rôle des facteurs liés à la recherche de légitimité par l'entreprise.

IV. LA REVUE DE LITTÉRATURE ET L'ARTICULATION DES QUESTIONS DE RECHERCHE

IV.1. La revue de la littérature

Le développement progressif au niveau international de la publication des CG qui partagent les mêmes fondements (présenté dans le § I) a généré plusieurs problématiques de recherche. Bien que le sujet de notre étude porte sur l'efficacité des CG au niveau national (le contexte français), nous trouvons que c'est nécessaire de présenter la revue de littérature portant sur l'échelle internationale en présentant études sur les CG en deux perspectives, tout d'abord les études comparatives entre différents pays, avant de présenter ensuite la littérature sur les CG au niveau local de un seul pays, pour finalement présenter l'état de l'art sur les CG dans le contexte français. Ceci nous sera bénéfique afin de positionner notre question de recherche concernant l'efficacité des CG en France par rapport à la littérature sur les CG.

IV.1.1. La littérature sur les CG dans le contexte international

Les études comparatives sur les CG entre différents contextes institutionnels

L'étude d'Aguilera et Cuervo-Cazurra (2004) constitue l'une des premières études traitant les raisons de la diffusion des CG au niveau mondial. Dans cette étude, les auteurs distinguent entre deux objectifs de la publication des CG qui sont : (i) l'efficacité mesurée en termes de la protection des actionnaires et (ii) la légitimité mesurée en termes de libéralisation de gouvernement, l'ouverture du marché et la présence des investisseurs institutionnels. Les auteurs ont utilisé les travaux de La Porta et al., (1997, 2000) afin de valoriser le niveau de protection d'actionnaire par le système légal des pays. En analysant les CG de 49 pays dont la France qui est classée parmi les pays les moins protecteurs des actionnaires, ils trouvent que les pays possédant un système plus protecteur des actionnaires ont plus de tendance à développer des CG. De plus, ils suggèrent que les CG au niveau national représentent une réponse à une combinaison de pressions endogène et exogène. La pression endogène est liée aux caractéristiques spécifiques de chaque pays (comme la protection des actionnaires par le système légal) reflétant l'efficacité de la publication des CG. Quant à la pression exogène, elle vise à améliorer la légitimité, ce qui est par exemple le cas de la présence des investisseurs institutionnels étrangers. De plus, dans leurs travaux ils signalent le rôle de l'acteur rédacteur

à influencer l'objectif de la publication des CG.

Enrione et al (2006), ont cherché à expliquer les étapes d'institutionnalisation des codes au niveau international et les motivations d'adoption des CG ainsi que les rôles des différents acteurs qui ont participé au développement des CG. En analysant 78 CG, ils trouvent que le système légal, le développement du marché financier et l'intégration du marché dans l'économie mondiale permettent d'expliquer la différence dans le processus d'institutionnalisation de CG. En outre, ils signalent le rôle des associations d'investisseurs institutionnels et de l'autorité de réglementation du marché dans l'adoption et la promotion des codes. Dans le même cadre, les travaux d'Aguilera et Cuervo-Cazurra (2009) ont également montré le rôle des investisseurs institutionnels et des organisations internationales dans le développement des CG.

Zattoni et Cuomo (2008), ont étudié les CG adoptés par 60 pays développés dont la France pour la période allant de 1992 jusqu'à 2005 en les classant en deux groupes selon le système légal du pays (droit commun ou droit civil). Ils ont en particulier comparé la portée, le contenu et la rigueur des recommandations des codes entre les deux groupes. Les résultats de cette étude ont montré que la publication et l'adoption des CG dans les pays de droit civil sont essentiellement liées à une optique d'amélioration de légitimité et non pas à une volonté d'amélioration des pratiques de gouvernance des entreprises. Ils ont également noté que les pays à système légal de droit civil établissent des CG avec des recommandations moins strictes et rigides que les pays de droit commun. Finalement, ils ont trouvé que les facteurs spécifiques de chaque pays limitent la convergence entre les CG nationaux.

Une autre étude comparative et intéressante a été conduite par Renders et al., (2010). Dans cette étude, les auteurs ont établi la relation entre la performance et la conformité au code pour les sociétés appartenant à l'indice « ftsEurofirst 300 index » de 14 pays en utilisant comme mesure de conformité un score unique (Deminor Rating) sur la période de 1999-2003. En contrôlant le problème d'endogénéité, ils trouvent une relation positive entre performance et conformité, .toutefois, une limite de leur travail est que leurs mesures de conformité n'étaient pas directement évaluées à partir d'un CG précis. De plus ils montrent un effet significatif du contexte institutionnel de pays sur le lien entre conformité et performance. Même si cette étude n'évaluait pas directement la conformité au code, elle a été citée par plusieurs études sur les CG, comme Rose (2016) ; Cuomo et al., (2015) et Tariq et Abbas

(2013).

Dans la même perspective, Cicon et al., (2012) ont mené une étude comparative concernant les CG dans 23 pays européens et ils ont trouvé que les niveaux d'exigence dans les codes varient entre les pays selon le niveau de protection des actionnaires par le système légal de chaque pays et selon la nature de l'acteur rédacteur du code. Par ailleurs, Florou et Galarniotis (2007) ont effectué une étude empirique visant à comparer les pratiques de gouvernance des entreprises grecques aux trois normes de gouvernance caractérisées par différents niveaux de rigueur de leurs recommandations (à savoir, faible, la législation grecque; moyen, le CG grec; et élevé, Combined Code au Royaume-Uni). Florou et Galarniotis (2007), ont montré que la note moyenne de conformité est très faible et qu'elle diminue significativement lorsqu'on évalue la conformité par une référence comme Combined Code.

Plus récemment, Salterio et al., (2013), dans une étude empirique sur les sociétés cotées canadiennes et australiennes, ont montré que les entreprises dans les deux pays adhèrent différemment au principe AOE. De manière plus détaillée, la conformité en termes d'adoption des meilleures pratiques est plus fréquente au Canada alors qu'en Australie, ils utilisent plutôt la flexibilité fournie par le principe AOE pour expliquer leurs déviations de l'application des recommandations des codes. En outre, l'étude montre que les entreprises dans les deux pays respectent différentes séries de recommandations alors qu'ils peuvent être considérés comme des pays globalement similaires au niveau du développement économique.

En conclusion, les résultats des études comparatives des CG entre les pays montrent que le contenu des codes et leur efficacité en termes de conformité et de performance dépendent de différents facteurs spécifiques du contexte institutionnel de chaque pays. Ces facteurs sont par exemple l'origine du système légal (droit civil ou droit commun), l'acteur rédacteur de codes, le niveau de développement du marché financier et l'intégration d'économie locale dans l'économie mondiale qui s'ajoutent aux facteurs culturels et historiques du pays.

Cependant, il est important de noter l'existence d'une limite fondamentale dans la majorité des études comparatives. En fait, certaines erreurs sont commises par les auteurs dans l'évaluation des certaines informations dans les contextes institutionnels étrangers pour eux, telles que les dates de la publication des codes ou de l'adaptation des lois. Par exemple, concernant la France, nous avons constaté que Zattoni et Cuomo (2008) ont considéré que la date de publication du premier code est 2003 au lieu de 1995. Egalement, Cicon et al., (2012) ont considéré que la date de publication du premier code est 1998 et que la nature d'acteur

rédacteur du code français est (acteur industriel). Bien qu'officiallement nous trouvons que le rapport Vienot 1995 est le premier code en France, et les deux rédacteurs des versions successives de CG français sont l'AFEP et le MEDEF, ces informations sont citées par les études françaises (Wirtz 2004; Charreaux et Wirtz 2007; Godard et Schatt, 2005), et par une étude récente (Cuomo et al., 2015) en plus dans les rapports officiels publiés par l'AMF.

Ce constat peut mettre un doute sur les résultats des études comparatives entre les pays car de nombreux résultats de ces études sont directement basés sur l'analyse des informations liées aux dates et aux contenus du premier code adopté par un pays ainsi que sur la nature du rédacteur de code. D'un autre côté, l'utilisation de notation unique dans les études comparatives ne prend pas en compte la variété de l'exigence des CG entre les différents pays, comme par exemple la notation de Deminor Rating utilisée par Renders et al., (2010). Ce point est important et limite la précision des résultats de plusieurs études qui comparent les CG entre différents pays.

Les études comparatives sur les CG dans un seul contexte institutionnel

La conformité aux CG dans différents pays est un sujet qui est largement traité dans la littérature (Cuomo et al., 2015). La conformité aux CG au Royaume-Uni a été entre autres traitée dans les travaux de (Arcot et al., 2010; Conyon, 1994; MacNeil et Xiao Li, 2006), en Italie par (Bianchi et al., 2011), en Allemagne par (Seidl et al., 2013; Werder et Talaulicar, 2006 ; Kohl, 2009), en Chypre par (Krambia-Kapardis et Psaros, 2006), en Malaisie par (Ow-Yong et Kooi Guan, 2000) et en Bangladesh par (Sobhan, 2016) et en Inde par (Santhosh Abraham et al., 2015).

Premièrement, la majorité des études ont montré la capacité du principe AOE à améliorer la conformité dans différents pays mais elles ont également montré que le niveau de conformité et les déterminants de cette conformité varient selon les pays et selon les caractéristiques spécifiques de l'entreprise et de l'environnement institutionnel du pays. Dans ce cadre, la littérature montre que le niveau de conformité est plus élevé dans les pays développés comme le Royaume-Uni (Arcot et al., 2010; Conyon, 1994; MacNeil et Xiao Li, 2006), l'Italie (Bianchi et al., 2011) et l'Allemagne (Seidl et al., 2013; Werder et Talaulicar, 2006 ; Kohl, 2009) et plus faible dans les pays moins développés qui ne disposent pas d'historique en terme de gouvernance d'entreprise tels qu'à Chypre (Krambia-Kapardis et Psaros, 2006), en Malaisie (Ow-Yong et Kooi Guan, 2000) et au Bangladesh (Sobhan, 2016). Cette limite du

principe AOE peut expliquer pourquoi certains pays émergents comme l'Inde ont remplacé le principe AOE par un code obligatoire (Santhosh Abraham et al., 2015).

En outre, l'augmentation de la pression du marché au cours du temps représente un deuxième facteur expliquant la conformité. Plusieurs études ont ainsi constaté que le degré de conformité aux recommandations des CG augmentait au cours du temps (Akkermans et al., 2007; MacNeil et Xiao Li, 2006; Price et al., 2011, Rose 2016). Ceci montre que les mécanismes d'isomorphismes intégrés par le principe AOE sont plus performants sur une longue période que sur une courte période.

De plus, la taille de l'entreprise comme une mesure de la visibilité de l'entreprise a été étudiée comme déterminant de la conformité aux codes de gouvernance. Les travaux de Akkermans et al., (2007); Karlsson-Vinkhuyzen et Vihma, (2009); Thornton et Ocasio, (2008) ont souligné le fait que les grandes entreprises se soucient beaucoup de leur réputation, étant plus visibles à l'attention des médias et d'analystes financiers et faisant face à des recherches fouillées menées par leurs investisseurs. Par conséquent, la crainte de perdre leur légitimité peut les conduire à rechercher une conformité maximale avec le CG. En outre, dans leur étude sur les entreprises anglaises, MacNeil et Xiao Li (2006) trouvent que la performance est un facteur pouvant expliquer le niveau de la conformité d'une entreprise et montrent que l'entreprise dans sa recherche de légitimité, peut avoir tendance à se conformer davantage aux codes lorsqu'elle voit sa performance diminuer. Toutefois, cette relation négative n'a pas été validée dans tous les contextes. En Allemagne, Stiglbauer et Velte (2012) ne trouvent pas une relation entre la performance et la conformité alors que dans le contexte portugais, Del Brio et al., (2006) ont montré des relations positives entre la conformité à un code et la performance de la société.

Enfin, la concentration de l'actionnariat représente un facteur important mis en évidence dans les études. Les travaux de Bauwhede et Willekens (2008) et Kohl et al., (2011) montrent une relation négative entre la concentration d'actionnariat et la conformité aux CG. En effet, les entreprises dans lesquelles l'actionnariat est concentré sont moins exposées aux pressions visant à leur faire justifier leur conformité au code de gouvernance. Ceci est dû au fait que les actionnaires sont mieux positionnés pour contrôler les dirigeants et sont susceptibles d'avoir facilement accès aux informations privées détenues par les dirigeants, au contraire des sociétés à actionnariat dispersé.

La littérature sur la conformité, la GR et la performance au niveau national

Les recherches empiriques analysant l'impact de la mise en place d'un code de gouvernance selon le principe AOE sur la gestion des résultats sont peu nombreuses au contraire de l'étude sur la conformité et la performance. En général, les résultats de ces études ne convergent pas.

En Australie, Safari et al., (2015), ont mis en évidence un lien négatif entre le niveau de conformité au code et la gestion des résultats mesurée par les accruals discrétionnaires. Dans le contexte mexicain, Machuga et Teitel (2007) ont analysé l'impact de la mise en place du code de gouvernance mexicain sur la qualité des résultats comptables. Les analyses suggèrent une amélioration de la qualité des résultats suite à l'implémentation du code avec un impact différencié selon les entreprises. En effet, les sociétés mexicaines non cotées aux Etats-Unis semblent bénéficier davantage des effets du code de gouvernance que les sociétés cotées aux Etats-Unis. Price et al., (2011) ont également étudié la mise en place du code de gouvernance mexicain et son impact sur la performance et la qualité des résultats comptables. Ils constatent que la conformité au code a augmenté de façon significative durant la période 2000-2004. Toutefois, cette mise en conformité ne se traduit pas par une augmentation de la performance et de la qualité des résultats comptables. Selon Price et al., (2011), l'inefficacité de la mise en place du CG au Mexique s'explique par les insuffisances de la gouvernance et de l'environnement institutionnel mexicains. Ces derniers sont caractérisés par une forte concentration de l'actionnariat, un manque d'indépendance réelle des conseils et une faible protection des actionnaires minoritaires.

Dans le contexte portugais, Alves et Mendes (2004) ont étudié la relation entre la conformité des sociétés cotées au code portugais et la performance mesurée par le rendement ajusté du risque. Le code portugais de 1999 était fondé sur les principes d'OECD de 1999 et consiste en 18 recommandations. L'étude analysait la période de 1998 à 2001 en utilisant un variable binaire égale à 1 si la société est conforme aux recommandations et égale à 0 dans le cas contraire. Les auteurs montrent que le niveau de la conformité a augmenté progressivement au cours des années d'étude avec une relation positive entre la conformité et la mesure de performance.

Goncharov et al., (2006) ont étudié l'impact de la conformité de l'entreprise allemande sur la performance boursière. Leur échantillon comprenait des grandes sociétés cotées à l'indice DAX30 et MDAX. Plusieurs mesures de performance ont été utilisées dans cette étude comme le rendement boursier, le changement du prix d'action, le bénéfice par action ainsi que

le changement dans le bénéfice par action. Les résultats de ce travail ont montré une relation positive entre la conformité au CG et la performance financière.

Le lien entre la conformité et la performance financière a été également étudié au Pakistan par Tariq et Abbas (2013), qui ont évalué l'efficacité du Code pakistanais dans la gouvernance d'entreprise à l'aide d'un panel de 119 entreprises pendant 8 ans. Ils ont construit un score où chaque exigence est notée entre zéro et cinq en fonction de la qualité de l'information signalée. La performance est mesurée par le ROA, le ROE et le ROCE (rentabilité des capitaux investis) ainsi que par bénéfice par action (EPS). Les résultats ont démontré un lien positif et significatif entre la conformité et la performance financière.

Une étude récente de Rose (2016), a analysé l'impact de la conformité au code danois et la performance de la société mesurée par le ROA et le ROE. Ensuite, en regroupant les recommandations en différents sous scores, ils trouvent que l'effet de la conformité est plus significatif dans le cas de deux groupes de recommandations : la composition du conseil d'administration et la politique de rémunération.

Par contre, plusieurs études ne trouvent pas un effet significatif entre la conformité au code et la performance. Par exemple Jahn et al., (2011), Stiglbauer et Velte, 2012, Nowak et al., (2005) en Allemagne ; Haniffa et Hudaib (2006) en Malaisie ; Price et al., (2011) au Mexique. Ou d'autres études ont fourni des mêmes résultats (mitigés) comme McKnight et Weir (2009) et Weir et al., (2002) au Royaume-Uni.

Plusieurs explications sont proposées par Bress (2008), Bassen et al., (2006), Stiglbauer (2010) et Renders et al., (2010) afin de comprendre les contradictions des résultats. Tout d'abord, différents modèles d'estimations, différentes périodes d'observation et des échantillons divers sont utilisés dans les études ce qui rend difficile la comparaison des résultats entre des différentes études. De plus, plusieurs études ne prennent pas en compte les changements dans les entreprises qui composent les indices boursiers dans le temps dans leurs comparaisons des résultats avec des études traitants le même contexte institutionnel. Stiglbauer et Velte, (2014) explique par exemple une partie des résultats contradictoires sur des études successives dans le contexte allemand par ce biais.

Deuxièmement, Bassen et al., (2006), Stiglbauer (2010) et Renders et al., (2010) montrent l'importance de la question de l'endogénéité et le lien de causalité entre la conformité au code et la performance. Finalement, Renders et al., (2010) a insisté sur l'influence de la différence dans les contenus et la rigueur des recommandations des codes dans les études qui comparent les codes de différents pays, il signale également le manque de contrôle pour certaines

variables comme la dette, la taille, les secteurs d'activité et la structure d'actionnariat et son influence sur les résultats de certaines études.

IV.1.2. La littérature sur les CG dans le contexte français

Dans le contexte français nous avons trouvé deux études qui traitent de manière directe le code de gouvernance français et son institutionnalisation.

La première étude est celle de Wirtz (2008b) qui a été publiée en mai 2008 comme une introduction au débat sur l'institutionnalisation des CG et donc, avant la loi DDAC en juillet 2008. Dans cette étude, l'auteur a montré les différents facteurs spécifiques dans le système de gouvernance français et par la suite les changements structurels dans l'économie française qui ont conduit à la publication du rapport Vienot en 1995 comme le premier code en France (Wirtz, 2004a). Ensuite, il a établi une comparaison descriptive entre le développement de la conformité à cinq pratiques générales de gouvernance intégrées dans les CG (c'est important de noter qu'il n'a pas utilisé directement les recommandations de rapports AFEP-MEDEF) dans le but de montrer le développement d'institutionnalisation de CG dans le contexte français. Les pratiques citées concernent par exemple la déclaration d'avoir un ou plusieurs administrateur(s) indépendants, l'existence de comité d'audit et de rémunérations et la déclaration d'avoir un règlement intérieur. Cette comparaison a été faite sur trois ans : 2004, 2006 et 2007. La comparaison a montré une adoption progressive de ces pratiques en particulier entre 2004 et 2006. La présence d'un ou plusieurs administrateurs indépendants a par exemple augmenté de 66% en 2004 à 80% en 2006. Ce constat confirme, selon l'auteur, l'institutionnalisation des CG dans le contexte français. Ensuite, en conduisant une comparaison annuelle simple entre deux sociétés ayant une structure d'actionnariat différente de 1996 à 2007. L'auteur discute le rôle de la dilution d'actionnariat dans l'adhésion aux pratiques de gouvernance liées aux CG. Il insiste en même temps sur le fait que les sociétés avec actionnariat contrôlé améliorent aussi leur conformité avec le temps malgré leur adhésion tardive aux CG, même si le niveau de conformité reste moindre que les sociétés à capital dilué.

La deuxième étude est celle de Refait-Alexandre et al., (2014). Leur étude porte sur les déterminants de conformité au CG mais uniquement pour la première année suite à l'application de la loi DDAC de 2008. Ils analysent la conformité aux six recommandations

du code AFEP-MEDF de 2008 pour 96 sociétés appartenant à l'indice SBF 120. Les six recommandations concernent le respect d'exigence concernant le pourcentage d'administrateurs indépendants au conseil ; la proportion de membres indépendants au comité d'audit, la proportion de membres indépendants au comité de rémunération, la proportion de membres indépendants au comité de nomination, les conditions des rémunérations des dirigeants exécutifs consécutivement à la cessation des fonctions et les conditions d'attribution des stock-options ou des actions de performance aux dirigeants exécutifs. La conformité a été étudiée en utilisant des modèles logis pour étudier les déterminants de conformité à chaque recommandation en plus de la conformité totale à ces recommandations. Les auteurs ont trouvé un effet positif et significatif de la taille, du secteur d'activité et de la structure d'actionnariat sur la conformité aux recommandations. Ils ont interprété leur résultat en suggérant que le principe AOE est utilisé par l'entreprise comme un moyen pour améliorer leur légitimité plus qu'une disposition réglementaire pouvant discipliner les pratiques managériales.

Ainsi, nous trouvons que la première étude de Wirtz (2008b) a montré le rôle du temps dans l'institutionnalisation mais elle ne propose pas une étude empirique explicative en intégrant des variables de contrôles étudiées dans la littérature pour confirmer ces résultats et ne mesure pas directement la conformité des recommandations de CG. Au contraire Refait-Alexandre et al., (2014) ont présenté une étude explicative de conformité et ils ont montré l'importance des facteurs liés à la recherche de la légitimité dans la détermination de la conformité. Pourtant, Refait-Alexandre *et al.*, (2014) ne prennent pas en compte le facteur de temps dans l'institutionnalisation des CG en effectuant leur étude sur une seule année et se contentent en mesurant la conformité aux cinq recommandations sans prendre en compte les autres recommandations proposées dans les CG.

En outre, les deux études n'analysent pas les années qui succèdent la mise en place de la loi de DDAC. Cependant, la littérature montre que le principe AOE améliore la conformité au cours des années à cause de l'augmentation de la pression sur l'entreprise et de plusieurs autres facteurs dont l'isomorphisme mimétique.

Enfin, il n'existe pas à notre connaissance une étude concernant l'impact de la conformité sur la performance ou sur la GR ce qui représente en totale un manque dans la littérature.

IV.2. L'articulation des questions de recherche

La richesse de la littérature sur les CG présentée ci-dessus montre l'importance de ce sujet et l'existence de différentes dimensions liées à l'institutionnalisation des CG. Cette importance peut se justifier par le volume de ce changement présenté dans le § I.1 (le nombre élevé et progressif de CG publiés, le nombre élevé des pays adoptant des CG, la multitude des acteurs impliqués dans l'établissement et la promotion des CG au niveau national et international.

En résumé, la littérature sur les CG montre un consensus sur deux points. Le premier consiste dans la capacité des CG mis en place via le principe AOE à améliorer la conformité et le deuxième concerne le fait que le niveau de conformité au CG et l'efficacité de la conformité varient selon les caractéristiques spécifiques du contexte institutionnel de chaque pays. Dans cette perspective, le contexte français et le processus de développement de CG dans ce contexte (présenté dans le § I.2) représentent plusieurs facteurs spécifiques susceptibles d'influencer le niveau de conformité et leur efficacité. Par contre, dans la littérature sur les CG dans le contexte français, nous ne trouvons pas de réponses sur plusieurs questions concernant (i) l'amélioration de conformité au cours du temps, (ii) l'effet de l'application du principe AOE par la loi DDAC sur la conformité ainsi qu'une question fondamentale sur (iii) l'efficacité de la conformité en terme d'amélioration des pratiques managériales.

Le manque d'informations et de connaissances concernant ces sujets représente un vrai manque dans la littérature.

L'existence de ce déficit dans la littérature nous a conduits à établir la problématique de notre recherche.

Près de 20 ans après la publication du premier code Vienot en 1999, est-ce que les CG en France ont réussi à améliorer de manière significative les structures de gouvernance dans les sociétés cotées en influençant les pratiques managériales, notamment après l'institutionnalisation des CG via l'approche AOE suite à la loi de DDAC 2008 ?

L'efficacité des codes de gouvernance et du principe AOE adopté par la loi de DDAC pour améliorer l'efficacité de structure de gouvernance ne sont en effet pas a priori évidentes. Ce principe offre aux entreprises la possibilité de ne pas se conformer aux règles prévues par le code à condition d'expliquer leurs choix.

Par ailleurs, la mesure de conformité et les recommandations au code présentent un caractère simpliste sous forme de respect d'un seuil ou de présence d'un organe ou d'un mécanisme de gouvernance sans juger l'efficacité des mécanismes mis en place. Par exemple, la présence

d'administrateurs indépendants au sein du conseil de direction ou des comités ne sera bénéfique que si ces administrateurs sont compétents et exercent un réel contre-pouvoir face aux autres administrateurs.

Le traitement de cette problématique nous a mené à détailler cette interrogation en plusieurs questions de recherche :

Tout d'abord, la première question qui se pose porte sur la capacité d'une approche suffisamment flexible telle que celle permise par le principe AOE à améliorer le niveau de conformité aux CG dans le contexte français, ainsi que sur les déterminants de la conformité dans ce contexte.

La seconde question est la suivante : le niveau de la conformité aux recommandations des CG et l'amélioration de cette conformité suite à loi de DACC ont-ils un effet bénéfique sur les pratiques managériales?

Afin de répondre à cette question, nous avons étudié l'effet de la conformité et l'amélioration de conformité sur deux aspects essentiels liés à la fois aux fondements théoriques des préoccupations managériales de CG. En même temps, les deux aspects représentent des sujets majeurs dans la littérature traitant l'évaluation de l'efficacité de la gouvernance d'entreprise :

i) la qualité d'information financière mesurée par la GR

Dans la théorie, un des objectifs principaux du développement des CG est de diminuer l'asymétrie de l'information. Le développement historique présenté dans le § I.1 montre que les CG ont constitué une des réponses institutionnelles aux scandales et crises financiers caractérisés par la manipulation des informations financières comme par exemple Enron (2001) et WorldCom (2002). En résultat, une amélioration de la conformité effective aux recommandations de CG est censée conduire à une structure de gouvernance plus efficace et capable de limiter la capacité des dirigeants à gérer leurs résultats.

ii) la performance financière de l'entreprise

Dans la théorie d'agence qui représente la base théorique des CG, une structure efficace de gouvernance doit renforcer le contrôle sur les dirigeants, améliorer la surveillance et l'alignement de leurs décisions aux intérêts des actionnaires et renforcer la confiance des actionnaires dans les décisions prises par les dirigeants. En conséquence, une amélioration effective dans la structure de gouvernance doit aboutir à diminuer les coûts d'agence et à

améliorer la performance de l'entreprise.

Enfin, la dernière question qui se pose si l'on prend les CG modernes comme un ensemble de recommandations qui concernent différents organes dans le système de gouvernance d'entreprise est la suivante : est-ce que les différentes composantes des CG ont des effets différenciés sur la qualité d'information et sur la performance?

Pour répondre à ces questions, nous avons construit notre recherche sous forme de trois articles présentés dans le schéma suivant (fig. 4) :

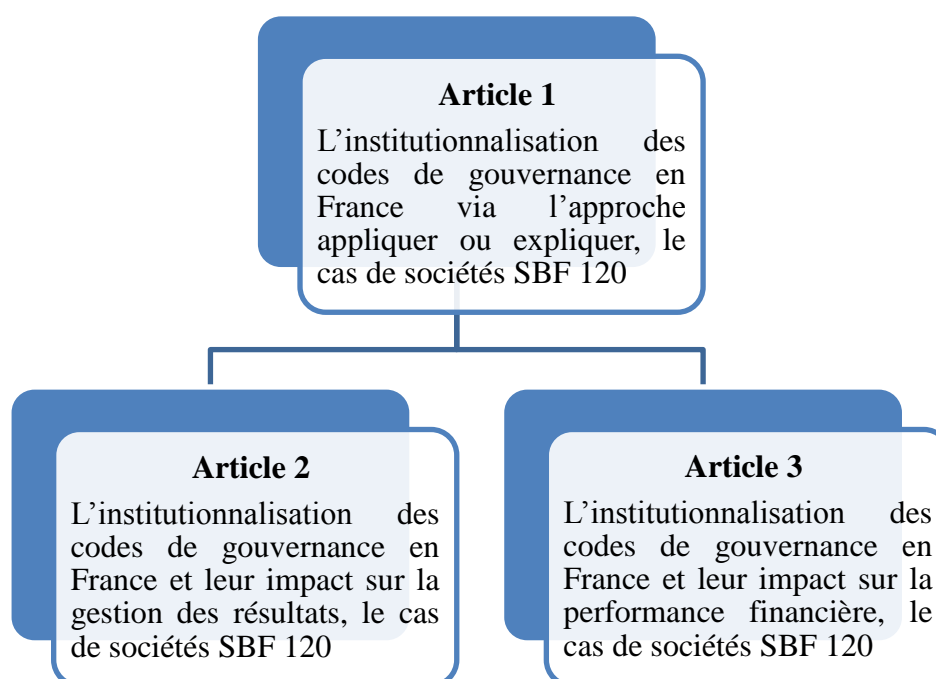


Figure 4 : Articulation des questions de la recherche

L'institutionnalisation des codes de gouvernance en France via l'approche appliquer ou expliquer, le cas de sociétés SBF 120 (Chapitre II)

Afin d'étudier l'institutionnalisation des CG dans le contexte français, nous avons établi un score de conformité fondé directement sur le code de gouvernance AFEP-MEDEF. Ce score est composé d'un ensemble de 28 recommandations, assez large par rapport aux études précédentes (Refait-Alexandre et al., 2014; Wirtz, 2008b). Ensuite, nous avons mené une étude empirique sur un échantillon de 113 sociétés françaises cotées issues de l'indice SBF120 sur la période [2006, 2013]. Nous étudions l'évolution de conformité et ensuite les déterminants de la conformité aux recommandations des codes de gouvernance sur la période

allant de 2006 à 2013. Nous avons commencé l'étude en 2006 afin d'éviter l'effet d'application des normes IFRS en 2005 pouvant influencer les mesures de performance comptable. Dans un deuxième temps, nous étudions les déterminants de l'évolution de la conformité en divisant la période d'étude en deux sous-périodes de 2006 à 2008 et de 2009 à 2013. Ce choix a été établi du fait que 2009 est la première année après l'application de la loi DACC. Dans notre analyse sur les déterminants de conformité, nous avons étudié l'impact de la visibilité de l'entreprise mesuré par la taille, la performance financière (comptable et boursière), et la concentration d'actionnariat, en retenant la mesure qui a été retenue par le code AFEP-MEDEF pour évaluer la concentration d'actionnariat (le principal actionnaire détient plus de 49% des droits de vote). En plus, nous avons étudié l'impact du niveau de conformité de base (avant l'application de la loi) sur l'évolution de conformité aux recommandations du Code.

L'institutionnalisation des codes de gouvernance en France et leur impact sur la gestion des résultats, le cas de sociétés SBF 120 (Chapitre III)

Dans le but d'étudier l'impact de l'institutionnalisation des CG sur la gestion des résultats dans le contexte français, nous avons analysé cet impact à la fois sur la gestion comptable et sur la gestion réelle des résultats. Les mesures de gestion comptable se fondent sur l'analyse des *accruals*¹⁹ des entreprises, nous les avons estimés par deux modèles, le modèle de Dechow et Dichev (2002) et le modèle de Kothari et al., (2005). Afin d'étudier les mesures de gestion réelle, à l'instar de Roychowdhury (2006), nous avons utilisé 3 modèles qui portent sur la gestion des ventes, les dépenses discrétionnaires et la surproduction. Afin d'estimer les mesures de gestion des résultats nous avons établi un échantillon d'estimation à partir des 406 sociétés cotées sur le marché Euronext de Paris. Nous avons choisi cet échantillon pour disposer d'un nombre suffisant d'observations d'entreprises cotées sur le marché français, dans le but d'améliorer la précision de l'estimation. A partir de notre estimation de gestion des résultats par les 5 modèles d'estimations, nous avons mené dans un premier temps une analyse univariée et multivariée sur l'effet de conformité mesurée par notre score sur les 5 mesures de gestion des résultats dans les sociétés de SBF sur la totalité de la période d'étude

¹⁹ Le terme « *accruals* » est traduit par certaines études françaises comme « variables comptables de régularisations ». Il s'agit des charges et produits comptables calculés (dotations aux amortissements et provisions, reprises sur provisions en plus des éléments de la variation de besoin en fonds de roulement).

[2006, 2013], en utilisant différentes variables de contrôle comme la taille de l'entreprise, la structure de l'actionnariat et la qualité de l'audit.

Dans un deuxième temps, nous avons étudié l'effet de l'évolution de conformité sur les 5 mesures de gestion des résultats sur la période succédant l'application de la loi de DDAC en ajoutant comme variable explicative le score de base (avant l'application de la loi).

Enfin, dans le but d'approfondir notre analyse de la relation entre la conformité et la gestion de résultats, nous avons regroupé les 28 recommandations en trois sous-groupes selon leur nature :

- Exigences liées au conseil d'administration (10 recommandations) ;
- Exigences liées aux comités de conseil (10 recommandations);
- Exigences liées aux dirigeants et leurs rémunérations (8 recommandations).

Ensuite nous avons étudié les effets de la relation entre les trois sous score et les différentes mesures de gestion de résultat.

[L'institutionnalisation des codes de gouvernance en France et leur impact sur la performance financière, le cas de sociétés SBF 120 \(Chapitre IV\)](#)

Dans le but d'évaluer l'impact de la conformité sur la performance financière, nous avons utilisé deux mesures de la performance. Une mesure basée sur l'information comptable et la rentabilité des actifs (ROA) et une mesure de valorisation par le marché Market to BOOK (MB) qui sont largement utilisées dans la littérature (Renders et al., 2010; Rose, 2016; Stiglbauer, 2010; Stiglbauer et Velte, 2014).

Dans un premier temps, nous avons analysé l'effet de conformité mesuré par notre score selon deux dimensions de performance pour les sociétés de SBF sur la période [2006, 2013].

Dans un deuxième temps, nous avons étudié l'effet de l'évolution de conformité sur deux mesures de performance sur la période succédant l'application de la loi de DDAC en ajoutant comme variable explicative le score de base (avant l'application de la loi).

Enfin, dans le but d'approfondir notre analyse de la relation entre la conformité et la performance, nous avons étudié les effets de la relation entre les trois sous scores et les mesures de performance (Exigences liées au conseil d'administration, Exigences liées aux comités de conseil, Exigences liées aux dirigeants et leurs rémunérations).

CHAPITRE II

L'institutionnalisation des codes de
gouvernance en France via l'approche
appliquer ou expliquer, le cas des sociétés
du SBF 120

Résumé : Treize ans après la publication de premier code de gouvernance en France, la Loi DDAC de 2008 oblige les sociétés françaises cotées à déclarer leur conformité ou non-conformité à un code de gouvernance d'entreprise. L'objectif de l'article est d'étudier, les déterminants de la conformité aux codes dans les sociétés cotées du SBF120. Les résultats de l'étude sur la période (2006-2013) montrent que les sociétés ont renforcé leur mise en conformité au code. Par ailleurs, des facteurs tels que la taille de l'entreprise et la concentration d'actionnariat sont de nature à déterminer les niveaux de conformité. De plus, la performance ne montre pas de relation significative avec le niveau de conformité ou avec son évolution.

Mots clés : Loi DDAC- Code de gouvernance d'entreprise- Le principe « appliquer ou expliquer ».

Abstract: Thirteen years after the publication of the first code of governance in France, the DDAC Act of 2008 adjusting French law to European law requires listed French companies to refer to a corporate governance code by implementing the "comply or explain" approach. The objective of this article is to study, in the context of this law, the determinants of code compliance in the SBF120 listed companies. The results of the study over the period (2006-2013) show that the listed companies of SBF120 have strengthened their compliance to the Code. Factors such as company size and concentration of ownership are likely to determine levels of compliance. In addition, the performance does not show any significant relationship with the degree of compliance or with its development.

Key-words: DDAC Act - Code of corporate governance- comply or explain principle

I. INTRODUCTION

À partir des années 1990, une remise en question de l'efficacité des structures de gouvernance existantes a eu lieu suite aux crises financières successives et à des changements institutionnels dans l'environnement des entreprises. Plusieurs acteurs économiques ont lancé des initiatives en matière de gouvernance en tant que réponses institutionnelles à ces changements. Ces initiatives ont pris notamment la forme de codes de meilleures pratiques en matière de gouvernance. Le développement des codes a commencé de manière concrète en Europe avec le rapport Cadbury de 1992 au Royaume-Uni (Aguilera et Cuervo-Cazurra, 2004; Enrione *et al.*, 2006). Le rapport Cadbury constitue le premier code proposant le principe « appliquer ou expliquer » (désormais noté AOE) comme base d'application de recommandations en termes de gouvernance d'entreprise. Le principe AOE suppose que les entreprises se conforment aux recommandations du code ou à défaut apportent une explication au non-respect de certaines recommandations. La mise en place de codes s'est généralisée dans le monde entier, si bien qu'à fin 2014, 91 pays avaient mis en place 345 codes différents de bonne gouvernance (Cuomo *et al.*, 2015).

Dans la littérature, on trouve un consensus concernant deux aspects des codes de gouvernance (Aguilera et Cuervo-Cazurra, 2009; O'Shea, 2005; Wirtz, 2004a). Leur premier point commun est la nature de ces codes. Ils sont en effet fondamentalement construits sur l'approche actionnariale disciplinaire de la gouvernance qui trouve son origine dans la théorie de l'agence. La plupart de ces codes ont ainsi explicitement ou implicitement des recommandations relatives aux mécanismes susceptibles de discipliner les dirigeants et aux exigences visant à apporter des solutions aux problèmes d'asymétrie d'information entre les dirigeants et les actionnaires. Leur second point commun repose dans l'approche volontaire d'application présentée sous la forme du principe AOE. Le principe AOE comme méthode de réglementation joue actuellement un rôle très important dans différents domaines du monde des affaires (Sergakis, 2014). L'apparition de cette approche est liée directement à l'histoire des codes de gouvernance. Dans les études empiriques et théoriques sur les codes de gouvernance, nous trouvons un consensus sur le rôle du principe AOE dans l'amélioration de la conformité aux codes mais aussi dans l'accélération de la publication des codes et dans le processus d'institutionnalisation de ces codes (Aguilera et Cuervo-Cazurra, 2004; Enrione *et al.*, 2006; Hooghiemstra et van Ees, 2011).

En France, la publication de codes a commencé à partir de 1995 avec le Rapport Viénot 1, notamment, sous différentes formes de rapports et de recommandations en matière de gouvernance avec une dominance nette de l'approche actionnariale disciplinaire (Godard et Schatt, 2005; Wirtz, 2008a). Cependant, le principe AOE n'a été appliqué par la loi qu'en 2008, suite à la loi DDAC²⁰. A travers cette obligation, le législateur a voulu contraindre les entreprises à améliorer leurs pratiques de gouvernance et à diffuser l'information au sujet de ces pratiques. La présente recherche a ainsi pour objectif d'étudier l'effet de la mise en place de la loi DDAC sur les déterminants de la conformité au code en générale, et plus particulièrement les déterminants de l'amélioration de la conformité au regard des recommandations des codes suite à la mise en place de la loi DDAC. Le principe AOE retenu par la loi de 2008 présente en effet la particularité de ne pas garantir une mise en conformité à un code de gouvernance, les entreprises pouvant choisir, sous réserve d'en expliquer les raisons, de déroger aux principes édictés par le code.

L'étude empirique est conduite sur un échantillon de 116 sociétés françaises cotées issues de l'indice SBF120 sur la période [2006, 2013]. Les résultats montrent que la loi DDAC s'est traduite par une amélioration très nette du niveau de conformité au code de gouvernance à partir de 2009 et plus encore à partir de 2010. Par ailleurs, plusieurs facteurs tels que la taille de l'entreprise et la concentration d'actionnariat sont de nature à déterminer les niveaux de conformité et l'évolution de cette conformité. En revanche, la performance ne montre pas de relation significative avec le niveau de conformité ou avec son évolution. De plus, nous trouvons que le cumul de mandats du président de conseil et du directeur général a des effets négatifs et significatifs sur la conformité. Enfin, nous montrons que la loi DDAC tend à imposer au cours de temps les pratiques de gouvernance prévues par le code comme des pratiques légitimes pour les sociétés cotées, du fait que l'évolution de la conformité est plus élevée dans les entreprises qui étaient les moins conformes aux recommandations du code avant l'application de la loi.

La présente recherche contribue à l'étude de la conformité aux codes de gouvernance fondée sur le principe AOE sur deux points. Premièrement, le contexte français représente un contexte institutionnel spécifique par rapport aux codes où, à l'instar des pays de droit civil, la France est réputée comme moins protectrice pour les actionnaires que les pays de droit commun, tels que les Etats-Unis. La question qui se pose est donc la capacité d'une approche

²⁰ Loi n° 2008-649 du 3 juillet 2008, portant diverses dispositions d'adaptation du droit des sociétés au droit communautaire.

assez flexible comme le principe AOE à améliorer le niveau de la conformité aux codes. Par ailleurs, le contexte français représente un contexte institutionnel spécifique par rapport aux codes où l'application du principe AOE par la loi même s'est faite qu'en 2008. De plus, les associations professionnelles AFEP et MEDEF²¹ ont joué un rôle décisif dans l'élaboration et la publication de ces codes en France (Wirtz, 2008a), au contraire de plusieurs pays européens comme le Royaume-Uni, l'Irlande et l'Allemagne et le Pays-Bas, où les autorités de marché de ces pays ont adopté plus tôt le principe AOE et ont participé au développement de la plupart des codes.

En fait, Cuomo *et al.*, (2015) ont souligné que la majorité des études sur la conformité se concentrent sur un nombre limité de pays européens (à savoir, l'Allemagne, les Pays-Bas et le Royaume-Uni) ce qui limite les connaissances et les informations sur la conformité dans d'autres contextes. Alors même que plusieurs études montrent que le contexte économique et institutionnel influence le niveau et les déterminants de conformité (Aguilera et Cuervo-Cazurra, 2009 ; Bauwhede et Willekens, 2008 ; Renders *et al.*, 2010).

Deuxièmement, notre étude sur les déterminants de conformité participe à répondre en partie à la question liée à l'efficacité de la conformité aux codes de gouvernance qui constitue un sujet controversé dans la littérature (Aguilera et Cuervo-Cazurra, 2004 ; Brown *et al.*, 2011 ; Kohl *et al.*, 2011 ; Stiglbauer et Velte, 2012). Une partie de la réponse à cette question réside à vérifier si la performance de l'entreprise est un déterminant de la conformité, en particulier si dans le contexte français, les entreprises dans leur recherche de légitimité, ont tendance à se conformer davantage aux codes lorsqu'elles voient leur performance diminuer. Cette relation de causalité peut mettre le doute sur l'efficacité des codes (MacNeil et Xiao Li, 2006) et explique l'inefficacité des codes dans certains pays (Bhagat et Bolton, 2008; Renders *et al.*, 2010).

La suite de l'article présente l'évolution des codes de gouvernance en France, la revue de littérature sur les déterminants de la conformité au code et le développement des hypothèses de recherche (section II). La section III présente la méthodologie relative à la mesure du score de conformité et les variables ainsi que les modèles de recherche. Les principaux résultats de la recherche sont analysés dans la section IV.

²¹ AFEP (Association Française des Entreprises Privées) et MEDEF (Mouvement des Entreprises de France) (2008), Code de gouvernement d'entreprise des sociétés cotées.

II. CODES DE GOUVERNANCE ET MISE EN CONFORMITE AUX CODES

Nous présentons d'abord le développement des codes de gouvernance en France. Ensuite nous mettons le point sur la nouvelle obligation de référence au code de gouvernance, prévue par la loi du 3 juillet 2008 portant diverses dispositions d'adaptation du droit des sociétés au droit communautaire (dite « loi DDAC ») (II.1). Enfin, nous analysons le cadre théorique et la littérature relative aux déterminants de la conformité aux codes de gouvernance afin d'établir les hypothèses de la recherche (II.2).

II.1. Les codes de gouvernance et le principe AOE en France

II.1.1. Les codes de gouvernance en France

Suite à plusieurs changements intentionnels structurels dans l'économie française durant les années 1980-1990 et dans le contexte international d'élaboration de codes de gouvernance, le débat sur les codes de bonne gouvernance s'est officiellement ouvert assez tôt, à partir de 1995 par la publication de Rapport Viénot 1. Ce rapport a été suivi par des nouvelles versions : le rapport Viénot 2 en juillet 1999, le rapport Bouton en 2002 ainsi que le rapport de l'AFEP-MEDEF de 2003. Ce dernier s'inscrivait dans une perspective de consolidation des rapports de 1995, 1999 et 2002 (Godard et Schatt, 2005; Wirtz, 2004a). La publication de ces rapports a abouti au code de gouvernance actuel AFEP-MEDEF, publié suite à la loi de DACC de 2008.

Jusqu'en 2008, les rapports publiés n'avaient aucune valeur juridique et les entreprises n'avaient aucune obligation de se référer à un rapport ou à un autre référentiel de gouvernance. Ainsi, les deux associations professionnelles AFEP et MEDEF ont joué un rôle déterminant dans la publication de ces rapports (Wirtz, 2008a). De que faite la seule loi qui règlemente la déclaration des entreprise concernant ses pratiques de gouvernance est loi de 2003.

Sur le plan du contenu, les exigences et recommandations adoptées dans les rapports confirment la domination de l'approche disciplinaire actionnariale de gouvernance. Les codes

proposent en effet des recommandations relatives aux mécanismes susceptibles de discipliner les dirigeants et visent à apporter des solutions aux problèmes d'asymétrie d'information entre les dirigeants et les actionnaires (Wirtz, 2008a). Par exemple, le nombre d'administrateurs indépendants initialement préconisé dans le rapport Viénot 1 (alors au nombre de deux) a progressivement augmenté. Ainsi, le rapport Bouton préconisait que ces administrateurs indépendants représentent le tiers du nombre total d'administrateurs, tandis que, dans le rapport AFEP-MEDEF, il est préconisé que les administrateurs indépendants représentent la moitié du nombre total dans les sociétés à actionnariat dispersé.

II.1.2. La référence à un code de gouvernance dans le cadre de la loi DDAC

En 2008, la loi DDAC transposait la quatrième directive européenne en droit des sociétés. Cette loi précise que « les sociétés dont les titres financiers sont admis aux négociations sur un marché réglementé sont tenues de se conformer ou d'expliquer leur non-conformité au regard d'un code de gouvernance d'entreprise élaboré par une organisation représentative des entreprises ». La loi permet aux sociétés de ne pas se rattacher à un tel code, mais dans ce cas, elles doivent expliquer ce choix et indiquer les règles de gouvernance retenues en complément des exigences légales.

Le principe AOE retenu en France représente l'approche la plus répandue pour mettre en place des codes de gouvernance. Cette approche trouve sa justification dans deux hypothèses sous-jacentes, selon MacNeil et Xiao Li (2006). D'une part, la flexibilité qui permet d'ajuster les caractéristiques spécifiques aux différentes entreprises et, d'autre part, l'hypothèse selon laquelle les marchés financiers suivent et évaluent le niveau de conformité au code. Cette approche volontaire se distingue d'une approche plus coercitive, consistant à obliger les entreprises à adopter les codes de gouvernance. Selon Maassen *et al.*, (2004) et Aguilera et Cuervo-Cazurra (2009), l'approche obligatoire est moins répandue, même si elle a été retenue aux États-Unis avec la loi SOX de 2002 et aux Émirats Arabes Unis avec le code de gouvernance de 2009. Le principe sous-jacent de l'approche coercitive est que les pratiques de gouvernance d'entreprise ont besoin d'être imposées, afin d'éviter les scandales dévastateurs observés comme dans les années 2000.

Suite à la loi DDAC, le code de gouvernement d'entreprise AFEP-MEDEF est publié en

décembre 2008. C'est la première fois que leur rapport s'intitule code. Ce code regroupe les principes de gouvernement d'entreprise résultant de la consolidation du rapport AFEP-MEDEF publié en 2003 et de leurs recommandations de janvier 2007 et d'octobre 2008 sur la rémunération des dirigeants mandataires sociaux des sociétés cotées. Le code AFEP-MEDEF a fait par la suite l'objet de deux actualisations en 2010 et en 2013. L'actualisation d'avril 2010 a permis d'intégrer une recommandation relative à la représentation des femmes au sein des conseils. Celle de juin 2013 a introduit une procédure de consultation des actionnaires sur les éléments de la rémunération individuelle des dirigeants mandataires sociaux (say on pay), le renforcement de l'encadrement des rémunérations, la réduction du nombre de mandats, l'amélioration du contrôle de l'application du code. Finalement, le Code AFEP-MEDEF a été adopté par la plupart des grandes sociétés françaises cotées.

II.2. La conformité aux Codes de gouvernance et le principe

« AOE » : revue de littérature et hypothèses

II.2.1. Le principe « AOE » comme mécanisme d'institutionnalisation

La mise en place du principe AOE a pour objectif d'améliorer les pratiques de gouvernance des sociétés. La référence à un code de gouvernance, et la déclaration de conformité à ce code, sont ainsi des facteurs susceptibles de modifier la structure de gouvernance des entreprises. Cependant, le principe AOE ne constitue pas une garantie absolue d'amélioration de la conformité au code de gouvernance. Il offre en effet aux entreprises la possibilité de ne pas se conformer aux règles prévues par le code, à condition d'expliquer leurs choix. Sur le plan théorique, le recours à ce type d'approche peut se justifier par la flexibilité offerte, qui permet à l'entreprise d'adapter ses structures de gouvernance en fonction de ses spécificités, même si la mise en place de codes de gouvernance se fonde sur l'existence supposée de « meilleures pratiques » de gouvernance. Le principe AOE tend donc à moduler la vision du « one best way » en matière de gouvernance. Cette approche est supposée aboutir à une gouvernance plus efficiente qu'une approche coercitive obligeant les entreprises à adopter toutes les dispositions d'un code de gouvernance (Aguilera et Cuervo-Cazurra, 2004; MacNeil et Xiao Li, 2006).

Dans la théorie, la mise en conformité à un code de gouvernance dans le cadre d'une approche

« appliquer ou expliquer » peut répondre à une volonté de recherche de légitimité de la part de l'entreprise. Dans ce cadre, la théorie institutionnelle a été mobilisée pour expliquer la capacité du principe AOE à améliorer la conformité. Selon Oliver (1991), la stratégie de conformité représente une stratégie de l'entreprise lui permettant de défendre et renforcer sa légitimité envers ses différentes parties prenantes. Dans le cas des codes de gouvernance, en adoptant les mécanismes et exigences reconnus officiellement comme de « bonnes pratiques » de gouvernance, l'entreprise vise à renforcer sa légitimité (Enrione *et al.*, 2006; Hooghiemstra et van Ees, 2011; Meyer et Rowan, 1977; Suchman, 1995).

Par ailleurs, plusieurs études sur les codes de gouvernance ont montré le rôle décisif des mécanismes d'isomorphisme institutionnel (produits par l'adoption du principe AOE) à expliquer d'un côté, la capacité de cette approche à améliorer les pratiques de gouvernance au niveau national, et d'un autre côté, le processus d'institutionnalisation des codes au niveau international. L'isomorphisme est un concept central et multi-facette dans la théorie institutionnelle (Chua et Rahman, 2010; DiMaggio et Powell, 1983; Powell Walter et DiMaggio, 1991; Yoshikawa *et al.*, 2007). Dans le cadre de cette théorie, il a été montré que les pressions institutionnelles conduisent les organisations à adopter des caractéristiques organisationnelles similaires. Cette tendance à l'uniformité a été appelée isomorphisme par Di Maggio et Powell (1983, 1991).

A partir des travaux de Di Maggio et Powell (1983, 1991) sur l'isomorphisme institutionnel et l'application de ces travaux par plusieurs auteurs (Aguilera et Cuervo-Cazurra, 2004 ; Arcot *et al.*, 2010; Enrione *et al.*, 2006 ; Hooghiemstra, 2012 ; Hooghiemstra et van Ees, 2011), nous pouvons signaler l'existence de différents mécanismes d'isomorphisme institutionnels découlant de l'application de la loi DDAC. Il s'agit tout d'abord d'un isomorphisme coercitif, produisant des pressions formelles imposées par la loi même qui oblige les entreprises à déclarer leur conformité ou non à un code de gouvernance. Il s'agit ensuite d'un isomorphisme normatif qui est lié au concept de professionnalisation et qui se produit lorsque les organisations adoptent des modèles considérés comme appropriés par des membres d'une profession telles que, dans notre contexte, les membres de l'Association Française des Entreprises Privées (AFEP) et du Mouvement des Entreprises de France (MEDEF). Enfin, cet isomorphisme peut ici également être qualifié d'isomorphisme mimétique puisque les organisations réagissent à l'incertitude en adoptant les modèles d'autres organisations considérées comme plus performantes ou plus légitimes. En conséquence, compte tenu de ce

cadre théorique, et après plusieurs années d'application du principe AOE en France via la loi DACC, des questions se posent sur les déterminants des niveaux de conformité et l'évolution de cette conformité au cours du temps, concernant en particulier le rôle des facteurs liés à la recherche de légitimité par l'entreprise.

II.2.2. Hypothèses de recherche

Dans la littérature, plusieurs études ont montré la capacité du principe AOE à améliorer la conformité dans différents pays mais elles ont également montré que le degré et les déterminants de cette conformité varient selon les pays, selon les caractéristiques spécifiques de l'entreprise et de l'environnement institutionnel du pays (Bauwhede et Willekens, 2008; Cuomo et al., 2015; Zattoni et Cuomo, 2008).

Tout d'abord, un des facteurs qui peut influencer le niveau de conformité par le principe AOE est le niveau de développement de l'économie du pays. Le niveau de conformité est en effet plus élevé dans les pays développés comme le Royaume-Uni (Arcot et al., 2010; Conyon, 1994; MacNeil et Xiao Li, 2006), l'Italie (Bianchi *et al.*, 2011), et l'Allemagne (Seidl *et al.*, 2013; Werder et Talaulicar, 2006 ; Kohl, 2009) et plus faible dans les pays moins développés qui ne disposent pas d'histoire en terme de gouvernance d'entreprise tels que Chypre (Krambia-Kapardis et Psaros, 2006), la Malaisie (Ow-Yong et Kooi Guan, 2000) ou le Bangladesh (Sobhan, 2016). La relative inefficacité du principe AOE dans les pays émergents peut expliquer pourquoi certains de ces pays comme l'Inde ont remplacé le principe AOE par un code obligatoire (Santhosh Abraham *et al.*, 2015). Dans ce cadre, le niveau de développement de l'économie française nous permet de prévoir une amélioration de conformité suite à la loi de DDAC.

En outre, l'augmentation de la pression du marché au cours du temps représente un deuxième facteur expliquant la conformité. Plusieurs études ont ainsi constaté que le degré de conformité aux recommandations de codes augmentait au cours du temps (Akkermans *et al.*, 2007; MacNeil et Xiao Li, 2006; Price *et al.*, 2011). Ceci montre que les mécanismes d'isomorphismes intégrés par le principe AOE sont plus performants sur une longue période que sur courte période. Par conséquent, dans le cadre de la théorie institutionnelle et sur une période assez longue prise par notre étude (8 ans), nous attendons une amélioration de conformité au fil du temps.

De plus, dans le cadre de la théorie institutionnelle, la taille de l'entreprise comme une mesure de la visibilité de l'entreprise a été étudiée comme déterminant de la conformité aux codes de gouvernance. Plusieurs travaux ont souligné le fait que les grandes entreprises se soucient beaucoup de leur réputation, étant plus visibles à l'attention des médias et des analystes financiers, et faisant face à des recherches fouillées menées par les investisseurs. Par conséquent, la crainte de perdre leur légitimité peut les conduire à rechercher une conformité maximale avec le code (Akkermans *et al.*, 2007; Karlsson-Vinkhuyzen et Vihma, 2009; Thornton et Ocasio, 2008).

Par ailleurs, la relation entre la conformité et la performance représente une autre question importante à étudier. Dans cette perspective, l'entreprise, dans sa recherche de légitimité, peut avoir tendance à se conformer davantage aux codes lorsqu'elle voit sa performance diminuer. Dans leur étude sur les entreprises anglaises, MacNeil et Xiao Li (2006) trouvent que la performance est un facteur pouvant expliquer le niveau de la conformité d'une entreprise. Mais cette relation négative n'a pas été validée dans tous les contextes. En Allemagne, Stiglbauer et Velte (2012) ne trouvent pas une relation entre la performance et la conformité alors que dans le contexte portugais, Del Brio *et al.*, (2006) ont montré des relations positives entre la conformité à un code et la performance de la société. Tenant compte de l'importance de cette hypothèse, nous avons utilisé deux mesures différentes de performance : la rentabilité des actifs (ROA) et le market-to-book (MB). Le choix de ces deux mesures est basé sur leur utilisation fréquente dans de nombreux travaux étudiant la conformité ou la relation entre la performance et la conformité (Bhagat et Bolton, 2008; Luo et Salterio, 2014; Renders *et al.*, 2010).

Enfin, la concentration de l'actionnariat peut être un deuxième facteur important à étudier. En effet, les entreprises dans lesquelles l'actionnariat est concentré, puisque les actionnaires sont mieux positionnés pour contrôler les dirigeants et sont susceptibles d'avoir facilement accès aux informations privées détenues par les dirigeants, au contraire des sociétés à actionnariat dispersé (Bauwhede et Willekens, 2008; Kohl *et al.*, 2011). La mesure qui a été retenue ici pour évaluer la concentration d'actionnariat est celle proposée par le code AFEP-MEDEF (le principal actionnaire détient (la majorité des droits) plus de 49% des droits de vote).

En résumé, compte tenu de l'effet potentiel de ces différents facteurs sur la conformité, nous formulons les quatre hypothèses suivantes :

1. La taille de l'entreprise est associée positivement avec le degré de conformité aux recommandations du Code (**H1**).
2. La performance est associée négativement avec le degré de conformité aux recommandations du Code (**H2**).
3. La concentration de la propriété est associée négativement avec le degré de conformité aux recommandations du Code (**H3**).
4. Le niveau de conformité de base (avant l'application de la loi) est associé négativement avec l'évolution de conformité aux recommandations du Code (**H4**).

III. METHODOLOGIE DE LA RECHERCHE

La présentation de la méthodologie se fait en trois parties. Nous exposons d'abord la sélection d'échantillon et la période d'étude (III.1), ensuite nous expliquons la construction du score de conformité au code de gouvernance (III.2) pour finir par les modèles de recherche (III.3).

III.1. Période et échantillon d'étude

III.1.1. Le choix de la période d'étude

Notre étude des déterminants de la conformité aux recommandations des codes de gouvernance porte sur une période totale allant de 2006 à 2013 qui va être globalement analysée dans un premier temps. Nous avons commencé l'étude en 2006 afin d'éviter l'effet d'application des normes IFRS en 2005 pouvant influencer les mesures de performance comptable. Dans un deuxième temps, nous étudions les déterminants de l'évolution de la conformité en divisant la période d'étude en deux sous-périodes de 2006 à 2008 et de 2009 à 2013. Ce choix a été établi du fait que 2009 est la première année après l'application de la loi DACC.

III.1.2. L'échantillon d'étude

Afin de constituer l'échantillon d'étude, nous avons recensé toutes les sociétés ayant appartenu au moins une fois entre 2005 et 2013 à l'indice SBF 120. L'échantillon de départ comporte 146 sociétés. Cependant, compte tenu de la particularité du secteur financier en

termes de réglementations (qui influence les pratiques de gouvernance et la déclaration d'information concernant ces pratiques) et en termes des méthodologies comptables et des mesures de performance, les établissements bancaires et d'assurance ont été supprimés de l'échantillon (19 sociétés). En outre, 11 sociétés ont été exclues du fait d'un manque de données financières ou de données sur les structures de gouvernance. Au final, l'échantillon d'étude est composé de 116 sociétés.

La constitution de l'échantillon est présentée dans le tableau 1. Les bases de données Factset et Datastream ont été utilisées pour collecter les données comptables et financières. Les données de gouvernance sont issues de la base de données IODS et complétées à l'aide des rapports annuels et des documents de communication publiés par les entreprises sur leurs pratiques de gouvernance.

Tableau 1 : Constitution de l'échantillon d'étude

Echantillon d'étude	Nombre d'entreprises
Total des sociétés cotées au sein de l'indice SBF 120 de 2005 à 2013	146
Sociétés financières (bancaires, assurances, d'investissement)	19
Sociétés avec données manquantes, données comptables ou données liées à la structure de gouvernance	11
Echantillon final d'étude	116

III.2. Evaluation du score de conformité au code de gouvernance

La conformité de la structure de gouvernance de la société au code de gouvernance de référence a été évaluée par l'établissement d'un score de conformité au code de gouvernance AFEP-MEDEF. Nous avons choisi le code AFEP-MEDEF de 2008 comme base de ce score pour deux raisons. Premièrement, le code AFEP-MEDEF est utilisé par la quasi-totalité des sociétés du SBF120. En fait, au sein de notre échantillon d'étude, 103 entreprises ont utilisé le code AFEP-MEDEF (89% des sociétés de l'échantillon) et 13 entreprises ont utilisé d'autres

codes de gouvernance, comme par exemple le code MiddleNext (5% des sociétés de l'échantillon). Ces différents codes partagent un grand nombre de recommandations déjà présentes dans les rapports publiés par l'AFEP et le MEDEF avant 2008.

Deuxièmement, le code AFEP-MEDEF est considéré comme le code le plus exigeant sur le marché français. Au total, notre méthodologie s'appuie donc sur un seul code de gouvernance pour le calcul du score de conformité. Par ailleurs, dans les tests de robustesse, nous avons reconduit les analyses en restreignant l'échantillon aux seules sociétés appliquant le code AFEP-MEDEF.

Le score établi dans notre travail permet d'évaluer la conformité au code au regard des différents aspects de la structure de gouvernance (information sur le conseil d'administration, sa composition et ses comités, information sur les dirigeants, leurs mandats et leurs rémunérations). Ce score est composé d'un ensemble de 28 recommandations essentielles indiquées dans le code AFEP-MEDEF et plus précisément dans la version 2008 du code en raison de la période d'étude choisie. La liste des recommandations composant le score de conformité au code est proposé en **annexe 1**. Pour calculer le score, 1 point est attribué par exigence remplie et 0 point dans le cas contraire, à l'instar de Brown et Caylor (2006) et Gompers *et al.*, (2003). Cette méthodologie est basée sur la méthodologie adoptée par les codes de gouvernance. Les codes accordent en effet la même importance à toutes les recommandations ce qui a conduit la majorité de travaux sur les codes à adopter cette méthode objective pour évaluer la conformité (Mallin et Ow-Yong, 2012; Xie *et al.*, 2003; Wallace *et al.*, 1994). En résultat, le score de conformité d'une entreprise pour une année donnée est la somme de ces points, et varie potentiellement entre 0 et 28. Dans les tests empiriques, nous avons également calculé le score en pourcentage, en divisant le score total par 28. Cette mesure relative du score de conformité varie potentiellement de 0 à 1.

III.3. Modèles de recherche

Deux modèles de recherche ont été testés dans le cadre de cette étude. Le premier modèle teste la relation entre le score de conformité (SC) et les différentes variables de déterminants de la conformité sur la période [2006, 2013]. Ce premier modèle est défini par l'équation (1) :

$$SC = C + \alpha_1.LOGTA + \alpha_2.PERF + \alpha_3.CONT + \alpha_4.DTA + \alpha_5.PDG + \alpha_6.SURV + \alpha_7.ICBi + \alpha_8.AN + \varepsilon \quad (1)$$

SC	le score de conformité de la structure de gouvernance de la société au code de gouvernance en valeur relative (valeurs absolues divisé score par 28)
LOGTA	le logarithme du montant des actifs en milliers d'Euros
MB	(totale d'actif+Market value de capitale-Bookvalue de capitale)/totale d'actifs
ROA	rentabilité de l'actif, résultat net/ Total des actifs
CONT	variable dichotomique représente une mesure de concentration d'actionnariat proposée par le code MEDEF. Il Égale à 1 si le principal actionnaire détient plus de 49% des droits de vote, 0 sinon.
DTA	le ratio Dettes/Total des actifs
PDG	variable dichotomique, égale à 1 si des mandats de Président et de Directeur Général sont associées. Prend la valeur 1 si le directeur général est également président du conseil, 0 sinon
SURV	variable dichotomique prend la valeur 1 si la société est organisée sous forme de conseil de surveillance et de directoire, 0 sous forme de conseil d'administration
ICBi	variable de contrôle dichotomique, égale à 1 si le secteur d'activité est dans la classification i (pour i = 1 à 6), 0 sinon
ANi	variable de contrôle dichotomique, égale à 1 si l'année est 200i (pour i = 6 à 13) i, 0 sinon

Le deuxième modèle teste l'évolution du niveau de conformité intégrant une variable VarSC sur la période d'étude [2006, 2013] mesurant l'évolution du score de conformité entre les deux périodes encadrant la mise en place de la loi DDAC (la différence en valeur relative entre la moyenne du score de conformité sur la période [2009, 2013] et la moyenne du score de conformité sur la période [2006, 2008]). Nous avons également intégré le score de conformité des entreprises en 2006 (SC06), afin de contrôler l'effet de la structure initiale de gouvernance. Ce deuxième modèle est représenté selon l'équation (2) :

$$\text{VarSC} = C + \alpha_1.\text{SC06} + \alpha_2.\text{MLOGTA} + \alpha_3.\text{MDTA} + \alpha_4.\text{MPERF} + \alpha_5.\text{CONT} + \alpha_6.\text{PDG} + \alpha_7.\text{SURV} + \alpha_8.\text{ICBi} + \varepsilon \quad (2)$$

VarSC	la différence en valeur relative entre la moyenne du score de conformité sur la période [2009, 2013] et la moyenne du score de conformité sur la période [2006, 2008]
SC06	le score de conformité de l'entreprise en valeur relative en 2006
MLOGTA	la moyenne des logarithmes du montant des actifs en milliers d'euros sur la période [2009, 2013]
MDTA	la moyenne des ratios des Dettes/Total des actifs sur la période [2009, 2013]

MMB	la moyenne des ratios des (totale d'actif+Market value de capitale-Bookvalue de capitale)/totale d'actifs de l'entreprise sur la période [2009, 2013]
MROA	la moyenne rentabilité de l'actif, résultat net/ Total des actifs de l'entreprise sur la période [2009, 2013]
MCONT	variable dichotomique représente une mesure de concentration d'actionnariat proposée par le code MEDEF. Il Égale à 1 si le principal actionnaire détient plus de 49% des droits de vote pour 3 ans au moins sur la période [2009, 2013], 0 sinon.
MPDG	variable dichotomique, égale à 1 si des mandats de Président et de Directeur Général sont associées pour 3 ans au moins sur la période [2009, 2013], 0 sinon
MSURV	variable dichotomique prend la valeur 1 si la société est organisée sous forme de conseil de surveillance et de directoire pour 3 ans au moins sur la période [2009, 2013], 0 sous forme de conseil d'administration
ICBi	variable de contrôle nominale, égale à 1 si le secteur d'activité est dans la classification i (pour i = 1 à 6), 0 sinon

Afin de contrôler l'hétéroscédasticité dans les termes d'erreur et tenant compte de la nature des données (données de panel), nous avons appliqué les régressions avec un clustering par firmes (Petersen, 2009) dans l'estimation du premier modèle, (Dimitropoulos et Asteriou, 2010; Mard *et al.*, 2014). Chacun de ces modèles se décline ensuite sous la forme de deux régressions correspondant aux deux mesures de performance économique ou comptable (ROA) et boursière (MB), en utilisant une régression de données de panel (pooled regression) dans le premier modèle.

Les variables de contrôle sont celles utilisées dans les études antérieures proposées dans la littérature comme ayant un impact sur la conformité aux codes : le ratio d'endettement. (Bauwhede et Willekens, 2008; Hooghiemstra, 2012; Hooghiemstra et van Ees, 2011), le secteur d'activité (Arcot *et al.*, 2010) et l'effet année.

Enfin, deux variables de gouvernance ont été utilisées comme variables de contrôle, à savoir l'association des fonctions de Président du Conseil et Directeur Général (PDG) et l'organisation de la structure de gouvernance sous forme de conseil de surveillance et de directoire (SURV). L'association des fonctions de Président du Conseil et Directeur Général est une forme de structure critiquée dans les codes anglo-saxons. L'organisation sous forme de conseil de surveillance et directoire représente une forme de structure de gouvernance spécifique, utilisée notamment en Allemagne et en France. La liste des variables utilisées dans les modèles explicatifs de la conformité au code est présentée en **annexe 2**.

IV. RESULTATS

IV.1. Statistiques descriptives et tests univariés

IV.1.1. Statistiques descriptives

Les statistiques descriptives relatives aux variables de l'étude sont présentées dans le tableau 2. Sur la totalité de la période d'étude [2006 ; 2013], le score de conformité est en moyenne de 14.5 (51.7%). Il varie d'un minimum de 4 (14,3%) à un maximum de 27 (96,4%), ce qui montre une forte disparité en matière de conformité au code. L'évolution du score de conformité entre les deux sous-périodes [2006 ; 2008] et [2009 ; 2013] est très nette avec une augmentation de 30% en moyenne dans la deuxième sous-période indiquant une influence de l'application de la loi DDAC.

Tableau 2 : Statistiques descriptives des variables

Variable	Moyenne	Médiane	Maximum	Minimum	Ecart-type	Observations
SC	0.517	0.464	0.964	0,143	0.183	928
VarSC	0.309	0.301	0.589	0.125	0.082	116
LOGTA	8.428	8.399	12.433	1.281	1.799	928
ROA	0.037	0.039	0.439	-0.694	0.073	928
ROE	0.101	0.114	0.567	-0.659	0.101	928
MB	1.569	1.256	21.792	0.683	1.340	928
CONT	0.456	0	1	0	-	928
DTA	0.277	0.231	2.828	0.001	0.398	928
PDG	0.548	1	1	0	-	928
SURV	0.229	0	1	0	-	928
MLOGTA	8.501	8.474	12.402	2.712	1.836	116
MDTA	0.286	0.225	3.581	0.001	0.386	116
MMB	1.544	1.190	11.272	0.773	1.293	116

SC : score de conformité de la structure de gouvernance de la société au code de gouvernance en valeur relative (valeurs absolues de score divisé par 28) ; VarSC : la différence en valeur relative entre la moyenne du score de conformité sur la période [2009, 2013] et la moyenne du score de conformité sur la période [2006, 2008] ; LOGTA : logarithme du montant des actifs en milliers d'euros ; ROA : rentabilité de l'actif, résultat net/ Total des actifs ; MB : ratio valeur boursière / valeur comptable des capitaux propres de l'entreprise ; ROE : rentabilité des capitaux propres, résultat net/ capitaux propres ; CONT : variable dichotomique représente une mesure de concentration d'actionnariat proposée par le code MEDEF. Prend la valeur 1 si le principal actionnaire détient plus de 49% des droits de vote, 0 sinon ; DTA : ratio Dettes/Total des actifs, MB : le ratio valeur boursière/valeur comptable des capitaux propres de l'entreprise ; PDG : variable dichotomique Égale à 1 si des mandats de Président et de Directeur Général sont associées. Prend la valeur 1 si le directeur général est également

président du conseil, 0 sinon ; SURV : variable dichotomique prend la valeur 1 si la société est organisée sous forme de conseil de surveillance et de directoire, 0 sous forme de conseil d'administration ; MLOGTA : la moyenne des logarithmes du montant des actifs en milliers d'euros sur la période [2009, 2013], MDTA : la moyenne des ratios des Dettes/Total des actifs sur la période [2009, 2013], MMB : la moyenne des ratios (totale d'actif + market value de capitale-bookvalue de capitale/Totale d'actifs)de l'entreprise sur la période [2009, 2013] .

IV.1.2. Tests univariés

L'évolution de la moyenne du score de conformité sur la période d'étude montre une stabilité du score de 2006 à 2008, puis une augmentation très nette entre 2009 et 2011, suite à l'obligation de référence à un code résultant de la loi DDAC (fig. 1). Le score passe ainsi de 35% en moyenne en 2008 à 67% en 2011. Le score se stabilise autour de 70% en 2012 et 2013, avec un maximum de 96% et un minimum de 36% en 2013.

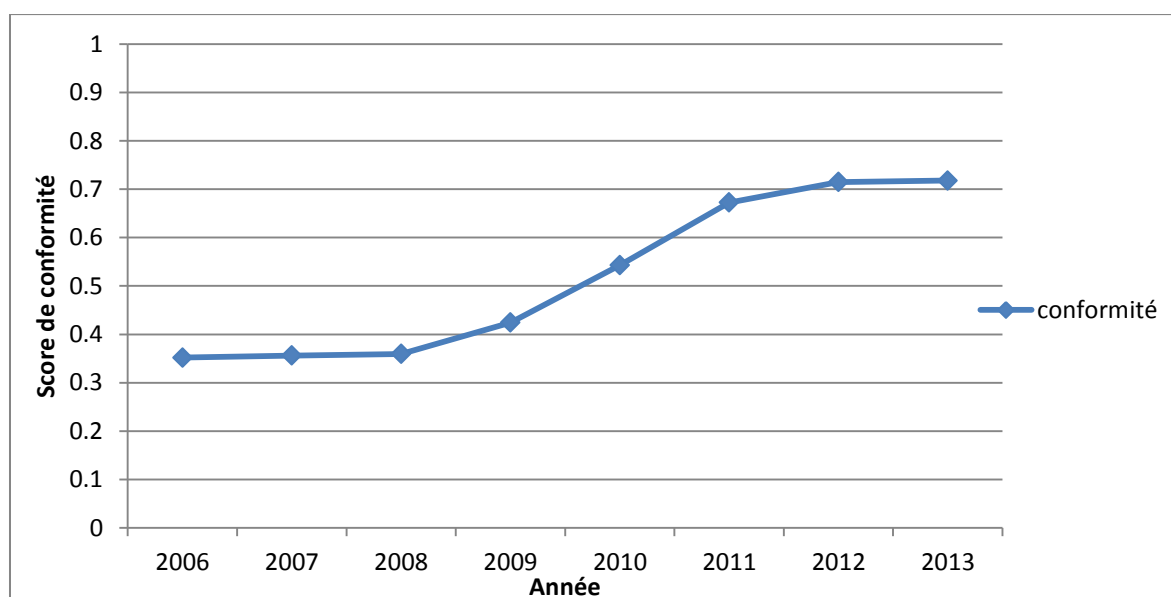


Figure 1 : Evolution du score de conformité au code de gouvernance entre 2006 et 2013

Le tableau 3 montre l'évolution du score entre les deux sous-périodes d'étude [2006 ; 2008] et [2009 ; 2013]. Le score évolue d'une moyenne (médiane) de 0.35 (0.36) sur la période [2006 ; 2008] précédant l'obligation légale à une moyenne (médiane) de 0.61 (0.60) sur la période [2009 ; 2013]. Cette évolution du score est confirmée par les tests de différences de moyennes et de médianes (significatifs au seuil de 1%) présentés dans le tableau 3.

De plus en poursuivant les travaux de Wirtz (2008b) sur l'institutionnalisation des CG en France, nous posons la question sur la conformité dans les sociétés contrôlées dont nous exposons les résultats dans le tableau 4.

Tableau 3 : Analyse descriptive univariée du score de conformité

Variable	Période	Moyenne	Médiane	Max.	Min.	Ecart-type	Test de différence des moyennes	Test de différence des médianes	Observations
Score	2006-2013	0.51	0.46	0.96	0.14	0.18			928
	2006-2008	0.35	0.36	0.50	0.14	0.07			348
	2009-2013	0.61	0.60	0.96	0.25	0.13	0.001	0.001	580

Les signes *, **, *** indiquent une significativité aux seuils respectifs de 10 %, 5 % et 1 %.

Tableau 4 : Analyse descriptive univariée du score de conformité dans les sociétés contrôlées

Variable	Période	Moyenne	Médiane	Max.	Min.	Ecart-type	Test de différence des moyennes	Test de différence des médianes	Observations
Score	2006-2013	0.45	0.46	0.96	0.14	0.15			424
	2006-2008	0.29	0.30	0.45	0.14	0.07			159
	2009-2013	0.56	0.56	0.96	0.25	0.13	0.001	0.001	256

Ce résultat est en accord avec les résultats des études précédentes réalisées dans les pays développés comme le Royaume-Uni, l'Italie et l'Allemagne, où l'approche « appliquer ou expliquer » a permis d'améliorer le niveau de conformité au cours du temps. Ce constat est intéressant dans le contexte français pour deux raisons. D'une part, l'application du principe AOE par la loi est arrivée tardivement par rapport à la publication du premier code de gouvernance et d'autre part, les autorités de marché ont joué un rôle moins direct dans le développement et la promotion des codes en faveur d'un rôle plus actif des sociétés professionnelles privées comme l'AFEP et le MEDEF.

Ces résultats confirment que le mécanisme d'isomorphisme institutionnel intégré dans la loi de DAAC est performant dans un contexte d'économie développée comme la France et en particulier sur une période d'application longue de plusieurs années. Ces résultats corrént bien avec ceux obtenus dans le cadre d'autres études évaluant l'effet du principe AOE sur plusieurs années (Akkermans *et al.*, 2007; MacNeil et Li, 2006). Au niveau français, ces résultats d'ensemble vont dans le même sens qu'une étude qualitative récente sur la perception des investisseurs institutionnels de l'évolution des pratiques de gouvernance en France. À partir d'un questionnaire adressé aux investisseurs institutionnels en France et en Japon (Miwa *et al.*, 2016) trouvent qu'une grande majorité des investisseurs institutionnels considère qu'il y a eu une amélioration significative de l'application des recommandations des codes de gouvernance au cours des cinq dernières années en France, au contraire de Japon qui a appliqué les codes plus récemment.

IV.2. Tests multivariés

IV.2.1. Tests de régression des déterminants de la conformité au code de gouvernance (modèle 1)

Tout d'abord, les tests de corrélation entre les variables du modèle 1 présentés en **annexe 3**, ne laissent pas apparaître de corrélation supérieure à 0,5 entre les variables explicatives. Il en est de même des tests de corrélation entre les variables du modèle 2 présentés en **annexe 4**. Le tableau 5 présente le lien entre le score de conformité et les variables sensées influencer la conformité [2006-2013] (modèle 1). La régression est globalement significative et explique plus de 80% de la variance du score annuel de conformité. Les résultats montrent que la

conformité est associée positivement à la visibilité de l'entreprise mesurée par la taille. De plus, l'effet concentration de l'actionnariat dans les sociétés contrôlées est significativement négatif. En outre, l'association des fonctions de PDG a un effet négatif et significatif sur le score de conformité. Enfin, la performance mesurée par le ROA ou par le MB de l'entreprise n'a pas un effet significatif sur le score de conformité.

Conformément à nos première et troisième hypothèses, la visibilité de l'entreprise représentée par la taille et la concentration d'actionnariat peuvent expliquer le score de conformité. En revanche, nous n'arrivons pas à valider la deuxième hypothèse de recherche, relative à la performance. La totalité de ces résultats montrent que même si le niveau de conformité a augmenté en moyenne de 30% suite à l'application de la loi de DDAC, le niveau de conformité annuelle dans le contexte français est influencé par certaines caractéristiques spécifiques de l'entreprise et est lié à sa recherche de légitimité. Conformément aux études antérieures dans d'autres contextes que la France (par exemple, Thornton *et al* 2008; Karlsson-Vinkhuyzen et Vihma 2009; Vander Bauwhede et Willekens, 2008), la taille de l'entreprise et l'existence d'actionnariat de contrôle ont des effets significatifs sur la conformité annuelle. De plus, nous ne trouvons pas d'effet significatif de la performance sur les niveaux de conformité. Ainsi, cela montre que les entreprises dans le contexte français n'ont pas utilisé de manière significative la conformité au code pour justifier leurs performances. Finalement, l'existence de PDG a un effet significativement négatif sur la conformité annuelle. Cette relation peut être interprétée comme une résistance de la part des PDG à l'application de mécanismes disciplinaires qui pourraient limiter leur pouvoir.

Tableau 5 : Les déterminants du score annuel de conformité

Variable	Mod 1 SC (ROA)	Mod 1 SC (MB)
C	0.149***	0.129***
LOGTA	0.016***	0.017***
ROA	0.102	–
MB	–	0.006
CONT	-0.044***	-0.042***
PDG	-0.032**	-0.033**
SURV	-0.026	-0.026
DTA	0.012	0.004
ICB (secteur)	Contrôlé	Contrôlé
Année	Contrôlé	Contrôlé
N	928	928
R ² ajusté	0.847	0.847

SC : score de conformité de la structure de gouvernance de la société au code de gouvernance en valeur relative (valeurs absolues de score divisé par 28) ; ROA : rentabilité de l'actif, résultat net/ Total des actifs ; MB : ratio valeur boursière / valeur comptable des capitaux propres de l'entreprise ; CONT : variable dichotomique représente une mesure de concentration d'actionnariat proposée par le code MEDEF. Il Égale à 1 si le principal actionnaire détient plus de 49% des droits de vote, 0 sinon ; DTA : ratio Dettes/Total des actifs, MB : le ratio valeur boursière/valeur comptable des capitaux propres de l'entreprise ; PDG : variable dichotomique Égale à 1 si des mandats de Président et de Directeur Général sont associées. Prend la valeur 1 si le directeur général est également président du conseil, 0 sinon ; SURV : variable dichotomique prend la valeur 1 si la société est organisée sous forme de conseil de surveillance et de directoire, 0 sous forme de conseil d'administration. Les signes *, **, *** indiquent une significativité aux seuils respectifs de 10 %, 5 % et 1 %.

IV.2.2. Test de régression des déterminants de l'évolution du niveau de conformité sur la période d'étude (modèle 2)

Afin de tester l'évolution du niveau de conformité, nous avons utilisé le modèle (2) intégrant une variable VarSC mesurant l'évolution du score de conformité entre les deux périodes encadrant la mise en place de la loi DDAC. Cette variable est égale à la différence entre la moyenne du score de conformité sur la période [2009, 2013] et la moyenne du score de conformité sur la période [2006, 2008]. Nous avons également intégré le score 2006 (SC06) de conformité des entreprises en début de période d'étude (année 2006), afin de contrôler

l'effet de la structure initiale de gouvernance.

Les régressions présentées dans le tableau 6, mesurent l'effet de l'évolution du score de conformité entre les deux périodes [2006, 2008] et [2009, 2013]. Les résultats confirment l'effet significatif et positif de la taille sur l'évolution de conformité et confirment également l'effet négatif et significatif de la concentration d'actionnariat sur cette évolution sur la période totale de l'étude. De plus, les mesures de la performance comptable ou boursière n'ont pas d'effet significatif sur l'évolution de conformité, ce qui va dans le sens des résultats du premier modèle. Cependant, le score de conformité de 2006 a un effet négatif et significatif sur l'évolution et s'ajoute comme un nouveau facteur influençant l'évolution de la conformité. Ceci montre que l'effet des mécanismes d'isomorphisme imposés par le principe AOE a obligé les entreprises dotées d'un niveau bas de conformité à améliorer davantage leur conformité que les entreprises dotées d'un niveau de conformité de base plus élevé. Ceci peut être interprété comme une confirmation de l'effet de pression intentionnelle associé au principe AOE qui augmente au cours du temps et qui oblige les entreprises, en recherchant la légitimité, à améliorer leur conformité par rapport aux autres entreprises les plus conformantes.

De plus, on ne trouve plus un effet significatif du cumul des fonctions de président du conseil et de DG. Par ailleurs, l'amélioration de conformité n'est pas liée positivement avec du conseil de surveillance. Ainsi, il semblerait que l'effet du mécanisme de pression institutionnelle associé au principe AOE sur la totalité de la période [2009, 2013] soit plus fort que l'effet de résistance exercé par le PDG à l'application des recommandations de code.

Tableau 6 : Les déterminants de l'évolution du score de conformité

Variable	Mod 2 VarSC (MROA)	Mod 2 VarSC (MMB)
C	0.417***	0.385***
SC06	-0.471***	-0.467***
MLOGTA	0.020***	0.023***
MDTA	0.044	0.027
MROA	0.260	–
MMB	–	0.009
CONT	-0.082***	-0.078***
PDG	-0.013	-0.015
SURV	0.011	0.009
ICB (secteur)	Contrôlé	Contrôlé
N	116	116
R ² ajusté	0.282	0.276

VarSC: la différence en valeur relative entre la moyenne du score de conformité sur la période [2009, 2013] et la moyenne du score de conformité sur la période [2006, 2008], SC06 : le score de conformité de l'entreprise en valeur relative en 2006, MLOGTA : la moyenne des logarithmes du montant des actifs en milliers d'euros sur la période [2009, 2013], MDTA : la moyenne des ratios des Dettes/Total des actifs sur la période [2009, 2013], MMB : la moyenne des ratios (totale d'actif + market value de capitale-bookvalue de capitale/Totale d'actifs) de l'entreprise sur la période [2009, 2013], MROA : la moyenne de résultat net/ Total des actifs. SURV : variable dichotomique prend la valeur 1 si la société est organisée sous forme de conseil de surveillance et de directoire, 0 sous forme de conseil d'administration. PDG : variable dichotomique Égale à 1 si des mandats de Président et de Directeur Général sont associées. Prend la valeur 1 si le directeur général est également président du conseil, 0 sinon. ICBi : Variable de contrôle dichotomique, égale à 1 si le secteur d'activité est dans la classification, 0 sinon. Les signes *, **, *** indiquent une significativité aux seuils respectifs de 10 %, 5 % et 1 %.

IV.3. Tests de robustesse

Afin d'analyser la sensibilité des résultats obtenus à certains choix et spécifications méthodologiques, nous avons conduit trois tests de robustesse. Le premier test consiste à remplacer la mesure de performance utilisée dans les deux modèles de recherche par une autre mesure de performance (la rentabilité des capitaux propres: ROE) représentant mieux l'intérêt des actionnaires que le ROA. Cette mesure a été utilisée dans la littérature sur la relation entre code de gouvernance et performance, par exemple Baeur *et al.*, (2004) ou Renders *et al.*,

(2010). Les résultats de ces tests de robustesse sont présentés dans **l'annexe 5** colonne Mod1 (ROE) et dans **l'annexe 6** Mod2 (ROE). Ensuite, un deuxième test visant à contrôler le problème d'endogénéité est établi en recalculant le premier modèle en introduisant la performance de l'année t-1 (ROA(-1), ROE(-1), MB(-1)). Les résultats du deuxième test de robustesse sont présentés dans **l'annexe 5** en colonnes MD1* ROA(-1) ; MD1* ROE(-1) et MD1* MB(-1).

Enfin, un troisième test vise d'analyser la sensibilité des résultats obtenus aux choix des recommandations du code AFEP-MEDEF pris comme base du score de conformité. Pour ce faire, nous avons reconduit un test consistant à restreindre l'échantillon d'étude dans les deux modèles de recherche aux seules sociétés ayant opté pour le code AFEP-MEDEF. Nous avons donc restreint l'échantillon à 103 entreprises. Les résultats de cette analyse sont présentés dans les **annexes 6 et 7**.

Les résultats obtenus à partir des modèles des tests de robustesses sont qualitativement proches de ceux obtenus dans les principaux résultats de notre étude qui sont présentés aux § IV.2.1 (tableau 5) et § IV.2.2 (tableau 6).

V. CONCLUSION ET DISCUSSION

Suite à la loi DDAC de juillet 2008, les sociétés françaises cotées doivent faire référence à un code de gouvernance d'entreprise et mettre en œuvre le principe « appliquer ou expliquer ». L'objectif de l'article est d'étudier l'institutionnalisation des CG en France et les facteurs qui peuvent influencer la conformité au code de gouvernance dans le cadre du principe AOE. A cette fin, nous avons étudié les déterminants de la conformité annuelle sur la période d'étude [2006-2013] et les déterminants de l'évolution de la conformité sur la deuxième sous-période [2009-2013] suivant l'application de loi de DACC.

Dans un premier temps, les résultats de l'étude sur la période [2006, 2013] montrent que les sociétés cotées du SBF120 ont renforcé leur mise en conformité au code à partir de 2009, et plus encore à partir de 2010. Le score moyen de conformité est passé de 35% en moyenne en 2008 à presque 70% en moyenne en 2013, montrant une mise en conformité au code progressive et significative. Cette amélioration a affecté les différents types de société dont les sociétés contrôlées qui ont amélioré significativement leur conformité pour passer de 29% en

moyenne pendant la période [2006-2008] à 56% dans la période suivant l'application de la loi. En outre, plusieurs facteurs liés à la recherche de la légitimité ont des relations significatives avec le score de conformité annuelle et son évolution au cours de la période encadrant l'application de loi. La visibilité de l'entreprise (représentée par la taille de l'entreprise dans les modèles de recherche) et la concentration d'actionnariat sont significativement associées au score de conformité et à son évolution. Par contre, la deuxième hypothèse n'a pas été validée. Ainsi, en utilisant trois mesures de performance financière (comptable et boursière), aucune n'a été associée avec le score ou son évolution. De plus, nous trouvons que l'association des fonctions de Président du Conseil et de Directeur Général est uniquement négativement associée au score de conformité annuelle, mais cette relation négative n'est plus significative dans les modèles de l'évolution de score de conformité (MOD 2) et également dans le test de robustesse (MOD 2*). Enfin, dans le modèle d'évolution de score (MOD 2) et de robustesse (MOD 2*), le score de conformité de base est associé négativement et significativement avec l'évolution de score.

Tout d'abord, en ce qui concerne l'amélioration de conformité, ce résultat va dans le sens des résultats des études précédentes, selon lesquelles l'approche « appliquer ou expliquer » a permis d'améliorer le niveau de conformité au cours du temps dans leur contexte économique des pays développés comme la France (par exemple, Arcot et al., 2010; Conyon, 1994; MacNeil et Xiao Li, 2006; Bianchi et al., 2011; Werder et Talaulicar, 2006).

L'amélioration significative est également constatée dans le cas des sociétés avec actionnariat de contrôle, bien que la littérature montre que ces types d'entreprises ont moins d'intérêt à appliquer des pratiques de gouvernance exigées par les CG (Wirtz, 2008b). D'un autre côté, l'analyse multivariée des déterminants de l'amélioration de conformité suite à la loi DDAC montre une relation négative et significative entre le score de conformité avant la loi et le niveau de l'amélioration de conformité. Ces résultats suggèrent que les différents mécanismes d'isomorphisme intégrés par l'application de la loi de DDAC ont imposé les recommandations des CG comme des pratiques légitimes dans le contexte français. Cette application s'est traduite par une pression institutionnelle plus élevée sur les entreprises qui avaient des pratiques de gouvernance moins conformes aux recommandations du code avant l'application de la loi.

A partir de ce cadre théorique, nous pouvons expliquer le bénéfice tiré par la loi DDAC en

termes d'amélioration de conformité au cours du temps par l'existence de différents mécanismes d'isomorphisme institutionnel liés à l'application de la loi de DDAC, selon la classification proposée par Di Maggio et Powell (1998). Il s'agit tout d'abord d'un isomorphisme coercitif, produisant des pressions formelles imposées par la loi même qui oblige les entreprises à déclarer leur conformité ou non à un code de gouvernance. Il s'agit ensuite d'un isomorphisme normatif qui est lié dans notre contexte au rôle actif des différents acteurs impliqués dans la publication, la promotion et la poursuite de l'application des CG. Les rapports annuels publiés par l'Autorité des Marchés Financiers (AMF), l'Association Française des Entreprises Privées (AFEP) et le Mouvement des Entreprises de France (MEDEF) représentent par exemple le seul contrôle direct sur l'application des CG par l'entreprise. Enfin, il existe l'isomorphisme mimétique puisque les organisations réagissent à l'incertitude en adoptant les modèles d'autres organisations considérées comme plus performantes ou plus légitimes. L'effet d'isomorphisme mimétique est principalement observé au cours de temps (Refait-Alexandre et al., 2014; Wirtz, 2008a).

Ce résultat est observé bien qu'en France, l'application du principe AOE par la loi est arrivée assez tard par rapport à la publication de premier code. Par ailleurs, dans le contexte français, les autorités de marché ont joué un rôle moins direct pour développer et promouvoir des codes en faveur d'un rôle plus actif des sociétés professionnelles privées comme l'AFEP et le MEDEF. Ceci peut confirmer que le mécanisme d'isomorphisme institutionnel intégré dans la loi de DAAC est suffisamment performant dans un contexte d'économie développée comme la France, et plus encore sur une période de plusieurs années d'application ce qui va dans le sens des résultats d'autres études concernant l'effet du principe AOE au cours du temps (Akkermans *et al.*, 2007; MacNeil et Li, 2006; Price et al., 2011).

Par ailleurs, nos résultats montrent que plusieurs caractéristiques spécifiques de l'entreprise liées à la recherche de légitimité, ont influencé la réponse à la pression institutionnelle exercée par les CG dans le contexte français, limitant ainsi l'harmonisation des pratiques de gouvernance entre les sociétés de notre échantillon. Dans cette perspective, les résultats montrent que l'amélioration est plus importante dans les entreprises qui ont le plus de visibilité sur le marché car cette visibilité engendre une forte pression vers la conformité. De même, le fait d'avoir un actionnariat dispersé augmente la pression sur l'entreprise pour se conformer à une référence de bonnes pratiques de gouvernance afin d'assurer la défense de la légitimité de sa structure de gouvernance devant ses actionnaires.

De plus, le rôle du cumul des fonctions de Président de conseil et de Directeur Général montre une tendance des PDG à résister à la pression d'isomorphisme institutionnel visant à l'amélioration de conformité. Cela peut s'interpréter comme une résistance aux mécanismes de gouvernance sensés limiter l'espace discrétionnaire des dirigeants. Toutefois, on peut signaler que sur la période postérieure à la loi DDAC, les mécanismes d'isomorphisme ont limité l'effet de ce cumul des fonctions sur la mise en conformité au code de gouvernance.

En outre, nous ne trouvons pas d'effet significatif de la performance sur les niveaux de conformité, ce qui peut indiquer que les entreprises dans le contexte français n'ont pas utilisé de manière significative la conformité au code pour justifier leurs performances comptable ou boursière. En conséquence, notre recherche ouvre la porte pour les futurs travaux sur l'efficacité de cette conformité au code et en particulier la question de l'effet de la conformité sur la performance et la qualité des informations financières qui représentent les principaux objectifs des codes de gouvernance.

Enfin, ce travail présente plusieurs autres perspectives de recherche. Tout d'abord, les effets de complémentarité avec d'autres indicateurs de performance financière et boursière pourraient être approfondis. Ensuite, nous avons étudié dans cette recherche les sociétés de l'indice SBF120. Il serait intéressant d'étudier l'effet de la réglementation sur des sociétés plus petites, étant donné que nous avons trouvé un effet significatif de la taille de l'entreprise dans la totalité de nos modèles de recherche.

VI. ANNEXES

Annexe 1- Liste des exigences composant le score de conformité au code

1. La société déclare la durée de mandat des administrateurs ;
2. la durée de mandat des administrateurs déclaré par la société est inférieure à 4 ans ;
3. la société déclare le nombre d'actions détenues par les administrateurs ;
4. la société respecte le pourcentage des administrateurs indépendants (selon le code MEDEF-AFEP, la part des administrateurs indépendants doit être de la moitié des membres du conseil dans les sociétés au capital dispersé et dépourvues d'actionnaires de contrôle. Dans les sociétés contrôlées, la part des administrateurs indépendants doit être d'au moins un tiers) ;
5. la société respecte le pourcentage d'au moins 20% de femmes dans les conseils ;
6. la société fournit des informations personnelles sur les administrateurs (leurs âges et leurs fonctions exercés dans d'autres sociétés) ;
7. la société fournit des informations sur le nombre des séances du conseil d'administration tenues au cours de l'exercice ;
8. la société fournit des informations sur l'assiduité d'administration aux séances du conseil ;
9. la société indique que leur conseil d'administration ou de surveillance est doté d'un règlement intérieur ;
10. la société indique avoir fait référence à un code de gouvernance d'entreprise ;
11. la société indique avoir au moins trois comités (comité d'audit, de nomination et de rémunérations) ;
12. la société déclare avoir au moins un comité d'audit (nous trouvons des comités d'audit sous différentes formes par exemple, audit et prévention des risques, audit et finance, comptes et audit ou audit et contrôle interne). Cette variable est estimée à partir de documents de référence publiés par les entreprises;
13. la société respecte le part des administrateurs indépendants dans le comité d'audit (doit être au moins de deux tiers), Cette variable est estimée à partir de documents de référence publiés par les entreprises ;
14. la société indique avoir un comité d'audit distinct. Cette variable est estimée à partir de la base de données IODS ;
15. la société respecte le part des administrateurs indépendants dans le comité d'audit distinct. Cette variable est estimée à partir de la base de données IODS ;
16. la société indique avoir au moins un comité unique de rémunération et nomination ;
17. la société indique avoir un comité de nomination distinct ;
18. la société respecte le part des administrateurs indépendants dans le comité de nomination distinct ;
19. la société indique avoir un comité de rémunération distinct ;
20. la société respecte le part des administrateurs indépendants dans le comité de rémunération distinct ;
21. la société indique que le nombre de mandat de dirigeant inférieurs à 4 ;
22. la société déclare sa politique de répartition des rémunérations en partie fixe et en partie variable. Le code AFEP-MEDEF précise que le chapitre du rapport annuel consacré aux rémunérations des dirigeants doit présenter les règles d'attribution de la

- partie variable des rémunérations et des informations sur l'application de ces règles ;
23. la société déclare sa politique d'attribution des stock-options au dirigeant (directeur général ou président du directoire). Le code AFEP-MEDEF précise que le chapitre du rapport annuel consacré aux rémunérations des dirigeants doit présenter les règles d'attribution des stock-options et des informations sur l'application de ces règles;
 24. la société indique la valeur de stock-options attribuées ;
 25. la société déclare sa politique d'attribution d'actions de performance au dirigeant (directeur général ou président du directoire) Le code AFEP-MEDEF précise que le chapitre du rapport annuel consacré aux rémunérations des dirigeants doit présenter les règles d'attribution d'actions de performance et des informations sur l'application de ces règles ;
 26. la société indique la valeur d'actions de performance attribuées ;
 27. la société déclare que le dirigeant (directeur général ou président du directoire) n'est pas lié par un contrat de travail ;
 28. s'il existe une clause de non concurrence, la société indique que l'indemnité qu'elle prévoit doit être comprise dans le plafond de deux ans de rémunération.

Annexe 2- Les variables utilisées dans les modèles explicatifs de la conformité au code

SC	le score de conformité de la structure de gouvernance de la société au code de gouvernance en valeur relative (valeurs absolues divisé score par 28)
LOGTA	le logarithme du montant des actifs en milliers d'Euros
DTA	le ratio Dettesc
MB	le ratio valeur boursière/valeur comptable des capitaux propres de l'entreprise.
ROA	rentabilité de l'actif, résultat net/ Total des actifs
CONT	variable dichotomique représente une mesure de concentration d'actionnariat proposée par le code MEDEF. Il Égale à 1 si le principal actionnaire détient plus de 49% des droits de vote, 0 sinon.
ICBi	variable de contrôle dichotomique, égale à 1 si le secteur d'activité est dans la classification i, 0 sinon
VarSC	la différence en valeur relative entre la moyenne du score de conformité sur la période [2009, 2013] et la moyenne du score de conformité sur la période [2006, 2008]
SC06	le score de conformité de l'entreprise en valeur relative en 2006
PDG	variable dichotomique Égale à 1 si des mandats de Président et de Directeur Général sont associées. Prend la valeur 1 si le directeur général est également président du conseil, 0 sinon
SURV	variable dichotomique prend la valeur 1 si la société est organisée sous forme de conseil de surveillance et de directoire, 0 sous forme de conseil d'administration
MLOGTA	la moyenne des logarithmes du montant des actifs en milliers d'euros sur la période [2009, 2013]
MDTA	la moyenne des ratios des Dettes/Total des actifs sur la période [2009, 2013]
MMB	la moyenne des ratios (totale d'actif + market value de capitale-bookvalue de capitale/Totale d'actifs)de l'entreprise sur la période [2009, 2013]
ROE	rentabilité des capitaux propres, résultat net/ capitaux propres

Annexe 3- Corrélations entre les variables des modèles 1 et 3 (N = 928)

	SC	LOGTA	DTA	MB	ROA	CONT	SURVD	PDG
SC	1.000							
LOGTA	0.220***	1.000						
DTA	0.037	-0.117***	1.000					
MB	-0.044	-0.373***	0.396***	1.000				
ROA	-0.030	0.089***	-0.107***	0.107***	1.000			
CONT	-0.161***	-0.262***	-0.027	0.161***	0.151***	1.000		
SURV	-0.085***	-0.076	-0.033	-0.020	0.049	0.065**	1.000	
PDG	-0.009	-0.042	-0.009	0.002	-0.084**	0.032	-0.602	1.000

Annexe 4- Corrélations entre les variables du modèle 2 (N = 116)

	VarSC	SC06	MLOGTA	MDTA	MMB	MROA	CONT	SURV	PDG
VarSC	1.00								
SC06	-0.198**	1.000							
MLOGTA	0.37***	0.311*	1.000						
MDTA	0.104	-0.128	-0.216*	1.000					
MMB	-0.025	-0.162*	-0.445***	0.347***	1.000				
MROA	0.021	0.065	0.122	-0.326***	0.094	1.000			
CONT	-0.275***	-0.118	-0.243***	-0.062	0.174*	0.187***	1.000		
SURV	0.001	-0.033	-0.075	-0.044	0.002	0.036	0.070	1.000	
PDG	-0.026	-0.054	0.030	0.078	0.050	-0.031	-0.043	-0.612	1.000

Annexe 5 - Test de robustesse des déterminants du score annuel de conformité

Variable	Mod 1 SC (ROE)	Mod 1* SC (ROA ₍₋₁₎)	Mod 1* SC (ROE ₍₋₁₎)	Mod 1* SC (MB ₍₋₁₎)
C	0.148***	0.149***	0.146***	0.129***
LOGTA	0.016***	0.016***	0.015***	0.017***
ROA(-1)	–	0.102		
REO	0.002	–	–	–
ROE(-1)	–	–	0.002	–
MB(-1)				0.006
CONT	-0.041***	-0.044***	-0.040***	-0.042***
PDG	-0.033**	-0.032**	-0.033**	-0.033**
SURV	-0.027	-0.026	-0.025	-0.026
DTA	0.011	0.012	0.011	0.004
ICB (secteur)	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé
Année	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé
N	928	928	928	928
R ² ajusté	0.846	0.847	0.846	0.847

Annexe 6 - Test de robustesse des déterminants de l'évolution du score de conformité

Variable	Mod 2 VarSC (MROE)
C	0.412***
SC06	-0.473***
MLOGTA	0.021***
MDTA	0.035
MROA	-
MROE	0.044
MMB	-
CONT	-0.079***
PDG	-0.013
SURV	0.009
ICB (secteur)	Contrôlé
N	116
R ² ajusté	0.282

Annexe 7- Test de robustesse des déterminants du score annuel de conformité, échantillon réduit aux sociétés qui appliquent le code AFEP-MEDEF (103 entreprises)

Variable	Mod 1 SC * (ROA ₍₋₁₎)	Mod 1 SC * (ROE ₍₋₁₎)	Mod 1 SC * (MB ₍₋₁₎)
C	0.175***	0.175***	0.158***
LOGTA	0.014***	0.014***	0.016***
ROA(-1)	0.085	-	-
REO	-	0.001	-
MB(-1)	-	-	0.005
CONT	-0.039***	-0.036***	-0.037***
PDG	-0.033**	-0.033**	-0.033**
SURV	-0.024	-0.023	-0.022
DTA	0.014	0.010	0.005
ICB (secteur)	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé
Année	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé
N	824	824	824
R ² ajusté	0.847	0.846	0.847

Annexe 8 - Test de robustesse des déterminants de l'évolution du score de conformité, échantillon réduit aux sociétés qui appliquent le code AFEP-MEDEF (103 entreprises).

Variable	Mod 2* VarSC (MROA)	Mod 2 *VarSC (MROE)	Mod 2* VarSC (MMB)
C	0.470***	0.473***	0.451***
SC06	-0.480***	-0.482***	-0.478***
MLOGTA	0.018***	0.019***	0.021***
MDTA	0.037	0.024	0.018
MROA	0.183	–	–
MROE	–	0.026	–
MMB	–	–	0.006
CONT	-0.081***	-0.079***	-0.079***
PDG	-0.019	-0.021	-0.022
SURV	0.005	0.003	0.003
ICB (secteur)	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé
N	103	103	103
R ² ajusté	0.282	0.272	0.276

CHAPITRE III

L'institutionnalisation des codes de gouvernance en France et leur impact sur la gestion des résultats, le cas des sociétés du SBF 120²²

²² Soumis dans Revue Comptabilité-Contrôle-Audit, (classement HCERES : A, CNRS : 2), en troisième tours.

Présenté au 36ème congrès de l'AFC, 2015 à Toulouse, France et à la 14ème Conférence Internationale de Gouvernance, 2015 à Québec, Canada.

Résumé : La Loi DDAC de 2008 adaptant le droit des sociétés au droit communautaire oblige les sociétés cotées françaises à faire référence à un code de gouvernance d'entreprise, et à mettre en œuvre la règle « appliquer ou expliquer » dans l'application du code. L'objectif de l'article est d'étudier si la disposition législative a modifié les pratiques de gestion des résultats comptables. Les résultats de l'étude sur la période (2006-2013) montrent que les sociétés cotées du SBF120 ont renforcé leur mise en conformité au code à partir de 2009. Par ailleurs, cette mise en conformité s'est traduite par une diminution de la gestion comptable et réelle des résultats. Les dispositions du code relatives au conseil de direction et aux comités spécialisés semblent limiter la gestion des résultats, alors que les dispositions relatives aux dirigeants et à leurs rémunérations sont sans effet sur cette gestion. Ces résultats semblent confirmer l'impact favorable de la loi DDAC sur la qualité des résultats comptables.

Mots clés : Loi DDAC- Code de gouvernance d'entreprise- Gestion des résultats comptables

Abstract: The DDAC Act of 2008 adjusting French law to European law requires listed French companies to refer to a corporate governance code and implement "comply or explain" approach. The objective of this article is to investigate whether the legislation has modified earnings management practices. The results of the study on the period (2006-2013) show that the listed companies of SBF120 have strengthened their compliance with the Code from 2009. Moreover, this compliance has led a decrease in accounting and real earnings management. The provisions of the code relating to the board of directors and the committees appear to limit earnings management, while the provisions for executives and their remuneration has no effect on earnings management. These results seem to confirm the positive impact of the DDAC law on earnings quality.

Key-words: DDAC Act - Code of corporate governance- Earnings management.

I. INTRODUCTION

À partir des années 1990, à la suite des nombreuses crises financières successives et de changements institutionnels dans l'environnement des entreprises, il y a eu une remise en question de l'efficacité des structures de gouvernance existantes. Plusieurs acteurs économiques ont lancé des initiatives en matière de gouvernance comme autant de réponses institutionnelles à ces changements. Ces initiatives ont pris la forme de codes de meilleures pratiques en matière de gouvernance. Cette tendance a commencé de manière concrète en Europe avec le rapport Cadbury de 1992 au Royaume-Uni (Aguilera et Cuervo-Cazurra, 2004; Enrione *et al.*, 2006). Keasey *et al.* (2005) suggèrent que la réforme de la gouvernance d'entreprise au Royaume-Uni a commencé avec la création du Comité Cadbury, en réponse à trois questions principales : la gestion des résultats, les défaillances d'entreprises, et la rémunération excessive des dirigeants. Le rapport Cadbury constitue le premier code proposant le principe « appliquer ou expliquer » (désormais noté AOE) comme base d'application de recommandations en termes de gouvernance d'entreprise. Le principe AOE suppose que les entreprises se conforment aux recommandations du code, ou à défaut apportent une explication au non-respect de certaines recommandations. La mise en place de codes s'est généralisée de par le monde, si bien qu'à fin 2014, 91 pays avaient mis en place 345 codes différents de bonne gouvernance (Cuomo *et al.*, 2015).

Les codes partagent fondamentalement une vision disciplinaire de la gouvernance d'entreprise qui trouve son origine dans la théorie d'agence (Aguilera et Cuervo-Cazurra, 2009a; O'Shea, 2005; Wirtz, 2004a). De fait, la plupart des codes ont explicitement ou implicitement des recommandations relatives aux mécanismes susceptibles de discipliner les dirigeants et aux exigences visant à apporter des solutions aux problèmes d'asymétrie d'information entre les dirigeants et les actionnaires. Ces mécanismes portent notamment sur l'équilibre entre administrateurs exécutifs et non-exécutifs indépendants, la nécessité d'une information opportune et de qualité fournie sur le conseil d'administration et leurs comités, des procédures formelles et transparentes pour la nomination de nouveaux administrateurs, et la présence d'un système efficace de contrôle interne. De plus, le principe AOE est l'approche dominante à la mise en place des codes, du fait que la flexibilité de cette approche prend en compte les caractéristiques spécifiques de chaque entreprise (MacNeil et Xiao Li, 2006a; Sergakis, 2014).

En France, la publication de codes de gouvernance, sous forme de recommandations en

matière de gouvernance d'entreprise a commencé dès 1995, avec le rapport Viénot 1. Toutefois, jusqu'en 2008, les entreprises n'avaient aucune obligation légale de se référer à ces rapports ou à une autre référence en matière de gouvernance (Wirtz, 2008a). Ce n'est qu'à partir de 2008 que la référence systématique à un code de gouvernance et l'application du principe AOE vont devenir obligatoires, avec la loi du 3 juillet 2008 portant diverses dispositions d'adaptation du droit des sociétés au droit communautaire (dite « loi DDAC ») (Refait-Alexandre et al, 2014). Un des bénéfices attendu de la loi est une amélioration de la qualité de l'information comptable produite par les firmes. Cette qualité constitue une attente forte de la part des différents acteurs sur le marché, tels que les investisseurs et les analystes financiers. Le bénéfice de la loi s'explique par la capacité de l'approche AOE à améliorer les pratiques de gouvernance des entreprises et l'information diffusée au sujet de ces pratiques (Aguilera et Cuervo-Cazurra, 2009b; Bauwhede et Willekens, 2008; Wirtz, 2004a). L'amélioration des pratiques de gouvernance doit ensuite permettre une amélioration de la qualité de l'information comptable.

La question se pose notamment dans le contexte français, où l'application du principe AOE ne s'est faite qu'en 2008, avec la mise en place de la loi DDAC. Par ailleurs, à l'instar des pays de droit civil, la France est réputée comme moins protectrice pour les actionnaires que les pays de droit commun, tels que les Etats-Unis. La question se pose donc de la capacité du marché français à assurer un niveau suffisant d'efficience de la conformité déclarée par l'entreprise, susceptible d'influencer les pratiques managériales de gestion des résultats.

Cette recherche a pour objectif d'étudier l'impact de la loi DDAC sur les pratiques de gouvernance et la gestion des résultats des sociétés françaises cotées. D'une part, cette recherche s'interroge sur l'impact de la loi sur la qualité de l'information financière des sociétés, et plus particulièrement la gestion des résultats comptables. D'autre part, elle s'interroge sur les composantes du code capables d'influer sur les pratiques comptables. La présente recherche vise donc à répondre aux deux questions de recherche suivantes :

- La loi DDAC a-t-elle eu un impact sur la gestion des résultats des sociétés cotées françaises ?
- Quelles sont les recommandations prévues dans le code de gouvernance ayant un effet sur la gestion des résultats ?

L'étude empirique est conduite sur un échantillon de 116 sociétés françaises cotées issues de l'indice SBF120 sur la période [2006, 2013]. Les résultats montrent que la loi DDAC s'est

traduite par une amélioration très nette du niveau de conformité au code de gouvernance entre la période [2006, 2009] et la période [2010, 2013]. Par ailleurs, on constate que l'amélioration du score de conformité au code est associée négativement à la gestion des résultats postérieurement à la mise en place de la réglementation. Enfin, les analyses montrent l'effet significatif de deux catégories de recommandations liées aux conseils de direction et aux comités spécialisés. En revanche, les recommandations liées aux rémunérations des dirigeants ne semblent pas avoir d'effet significatif sur la gestion des résultats.

La présente recherche contribue à l'étude de l'impact d'un code de gouvernance fondé sur le principe AOE sur la gestion des résultats comptables sur trois points. Premièrement, bien que l'amélioration de la qualité de l'information soit un des principaux objectifs de ces codes (Aguilera et Cuervo-Cazurra, 2009b; Yoshikawa et Rasheed, 2009), peu d'études ont porté sur la relation entre la conformité aux codes de gouvernance et la gestion des résultats comptables. La plupart des recherches ont étudié la relation entre la conformité au code, et la performance ou la création de valeur (Abdifatah Ahmed Haji, 2014; Goncharov *et al.*, 2006; Stiglbauer et Velte, 2012; Tariq et Abbas, 2013). De plus il n'existe pas, à notre connaissance, de travaux analysant l'influence de la loi DDAC sur la qualité de l'information comptable. Deuxièmement, nous étudions à la fois la gestion comptable et la gestion réelle des résultats, afin d'analyser l'incidence de l'évolution des pratiques de gouvernance sur ces deux modalités de la gestion des résultats. La plupart des travaux se sont concentrés sur l'étude de la gestion comptable, or il nous semble que l'évolution de la gouvernance des entreprises peut agir efficacement sur les décisions de gestion prises par les dirigeants, par exemple en matière d'investissement et de financement. Enfin, les résultats de cette recherche semblent confirmer les bénéfices de ce renforcement réglementaire, en termes d'amélioration des pratiques de gouvernance et de qualité de l'information comptable. Elle suggère également que certaines recommandations du code agissent plus particulièrement sur la gestion des résultats.

La suite de l'article présente l'évolution des codes de gouvernance en France (section II), puis les hypothèses sur le lien entre code de gouvernance et gestion des résultats comptables (section III). La section IV présente la méthodologie relative à la mesure du score de conformité et aux mesures de gestion des résultats comptables. Les principaux résultats de la recherche sont analysés dans la section V. La section VI présente la discussion et la conclusion de l'étude.

II. LES CODES DE GOUVERNANCE ET LE PRINCIPE AOE EN FRANCE

Nous présentons d'abord les recommandations en matière de gouvernance en France avant la loi DDAC (II.1). La référence à un code de gouvernance prévue par la loi DDAC de 2008 est ensuite développée (II.2). Enfin, nous analysons la conformité aux codes via l'approche AOE (II.3).

II.1. Les codes de gouvernance en France avant la loi DDAC

Suite à plusieurs changements intentionnels structurels dans l'économie française durant les années 1980-1990 et dans le contexte international d'élaboration de codes de gouvernance, le débat sur les codes de la bonne gouvernance s'est officiellement ouvert assez tôt, à partir de 1995 par la publication de Rapport Viénot 1. Ce rapport a été suivi par des nouvelles versions : le rapport Viénot 2 en juillet 1999, le rapport Bouton en 2002 ainsi que le rapport de l'AFEP-MEDEF²³ de 2003, ce dernier s'inscrivant dans une perspective de consolidation des rapports de 1995, 1999 et 2002 (Godard et Schatt, 2005; Wirtz, 2004a).

Jusqu'en 2008, ces rapports n'avaient aucune valeur juridique et les entreprises n'avaient aucune obligation de se référer à ces rapports ou à un autre référentiel de gouvernance. Les deux associations professionnelles AFEP et MEDEF ont joué un rôle déterminant dans la publication de ces rapports (Wirtz, 2008a).

Sur le plan du contenu, les exigences et recommandations adoptées dans ces rapports confirment la domination de l'approche disciplinaire actionnariale de gouvernance. Ces codes proposent en effet des recommandations relatives aux mécanismes susceptibles de discipliner les dirigeants, et visent à apporter des solutions aux problèmes d'asymétrie d'information entre les dirigeants et les actionnaires. Par exemple, le nombre d'administrateurs indépendants initialement préconisé dans le rapport Viénot 1 (alors au nombre de deux) a progressivement augmenté. Ainsi, le rapport Bouton préconise que ces administrateurs indépendants représentent le tiers du nombre total d'administrateurs, tandis que, dans le rapport AFEP-MEDEF, il est préconisé que les administrateurs indépendants

²³ Association Française des Entreprises Privées (AFEP) et Mouvement des Entreprises de France (MEDEF)

représentent la moitié du nombre total dans les sociétés à actionnariat dispersé (Wirtz, 2008a).

II.2. La référence à un code de gouvernance dans le cadre de la loi DDAC

En 2008, la loi DDAC transpose la quatrième directive européenne en droit des sociétés. Cette loi précise que « les sociétés dont les titres financiers sont admis aux négociations sur un marché réglementé sont tenues de se conformer ou d'expliquer leur non-conformité au regard d'un code de gouvernance d'entreprise élaboré par une organisation représentative des entreprises »²⁴. La loi permet aux sociétés de ne pas se rattacher à un tel code, mais dans ce cas elles doivent expliquer ce choix et indiquer les règles de gouvernance retenues en complément des exigences légales.

Le principe AOE retenue en France représente l'approche la plus répandue pour mettre en place des codes de gouvernance. Cette approche trouve sa justification dans deux hypothèses sous-jacentes, selon MacNeil et Li (2006). D'une part, la flexibilité, qui permet d'ajuster les caractéristiques spécifiques aux différentes entreprises et, d'autre part, l'hypothèse selon laquelle les marchés financiers suivent et évaluent le niveau de conformité au code. Cette approche volontaire se distingue d'une approche plus coercitive, consistant à obliger les entreprises à adopter les codes de gouvernance. Selon Maassen *et al.*, (*al.*, (2004) et Aguilera (2009), l'approche obligatoire est moins répandue, même si elle a été retenue aux États-Unis avec la loi SOX de 2002 et aux Émirats Arabes Unis avec le code de gouvernance de 2009. Le principe sous-jacent de cette approche est que les pratiques de gouvernance d'entreprise ont besoin d'être obligatoires, afin d'éviter les scandales dévastateurs observés dans les années 2000.

Suite à la loi DDAC, le code de gouvernement d'entreprise AFEP-MEDEF est publié en décembre 2008. C'est la première fois que leur rapport s'intitule code. Il regroupe les principes de gouvernement d'entreprise résultant de la consolidation du rapport AFEP-MEDEF publié en 2003 et de leurs recommandations de janvier 2007 et d'octobre 2008 sur la rémunération des dirigeants mandataires sociaux des sociétés cotées. Ce code a fait l'objet de

²⁴ Loi n° 2008-649 du 3 juillet 2008, insérant un nouvel alinéa 7 à l'art. L. 225-37 du Code de commerce français, suite à la transposition de la quatrième directive européenne en droit des sociétés.

deux actualisations en 2010 et 2013. L'actualisation d'avril 2010 a permis d'intégrer une recommandation relative à la représentation des femmes au sein des conseils. Celle de juin 2013 a introduit une procédure de consultation des actionnaires sur les éléments de la rémunération individuelle des dirigeants mandataires sociaux (say on pay), le renforcement de l'encadrement des rémunérations, la réduction du nombre de mandats, l'amélioration du contrôle de l'application du code. Le Code AFEP-MEDEF a été adopté par la plupart des grandes sociétés françaises cotées.

II.3. La conformité aux Codes de gouvernance selon le principe AOE

La mise en place du principe AOE a pour objectif d'améliorer les pratiques de gouvernance des sociétés. Selon Oliver (1991), la stratégie de conformité représente une stratégie d'institutionnalisation de l'entreprise lui permettant de défendre et renforcer sa légitimité envers ses différentes parties prenantes. La littérature sur la conformité aux codes de gouvernance par le principe AOE montre un consensus sur la capacité de cette approche à améliorer la conformité, dans différents contextes (par exemple Akkermans *et al.*, 2007; Hooghiemstra et van Ees, 2011; Price *et al.*, 2011; Safari *et al.*, 2015).

En mobilisant la théorie institutionnelle, la littérature montre que les pressions institutionnelles conduisent les organisations à adopter des caractéristiques organisationnelles similaires. La tendance à l'uniformité a été appelée isomorphisme dans les travaux de DiMaggio et Powell (1983,1991). Dans ce cadre, les travaux de Arcot *et al.*, 2010; Hooghiemstra et van Ees, 2011) montrent le rôle décisif des mécanismes d'isomorphisme institutionnel (produits par l'adoption de codes via le principe AOE) à expliquer la capacité de cette approche à améliorer les pratiques de gouvernance et à l'institutionnalisation de codes au niveau national et international (Aguilera et Cuervo-Cazurra, 2009; Enrione *et al.*, 2006; Yoshikawa et Rasheed, 2009).

Dans le contexte français, nous pouvons identifier l'existence de différents mécanismes d'isomorphisme institutionnel découlant de l'application de la loi DDAC. Il s'agit tout d'abord d'un isomorphisme coercitif, produit des pressions formelles imposées par la loi même qui oblige les entreprises à déclarer leur conformité ou non à un code de gouvernance.

Il s'agit ensuite d'un isomorphisme normatif qui est lié au concept de professionnalisation et qui se produit lorsque les organisations adoptent des modèles considérés comme appropriés par des membres d'une profession telles que, dans notre contexte, les membres de l'Association Française des Entreprises Privées (AFEP) et du Mouvement des Entreprises de France (MEDEF). Enfin, cet isomorphisme peut ici également être qualifié d'isomorphisme mimétique puisque les organisations réagissent à l'incertitude en adoptant les modèles d'autres organisations considérées comme plus performantes ou plus légitimes. En conséquence, suite à la loi de DDAC en France, l'existence de ces facteurs nous permet de prévoir une amélioration de conformité aux codes.

III. CODE DE GOUVERNANCE ET GESTION DES RESULTATS COMPTABLES : REVUE DE LITTERATURE ET HYPOTHESES

L'objectif de la recherche est d'étudier si la référence à un code de gouvernance selon le principe AOE, prévue par la loi DDAC de 2008, a influencé les pratiques de gestion des résultats des sociétés françaises cotées. Nous présentons d'abord la notion de gestion des résultats, en précisant le contour et les modalités (III.1). Nous développons l'impact de la mise en conformité au code de gouvernance sur la gestion des résultats comptables (III.2). La deuxième étape analyse l'effet différencié des mécanismes prévus dans le code (conseil de direction, comités spécialisés, rémunérations) sur la gestion des résultats (III.3). Ces deux étapes fondent les deux hypothèses de notre recherche.

III.1. La gestion des résultats comptables : définition et modalités

Dans un contexte d'asymétrie d'information entre les dirigeants et les différentes parties prenantes à la firme, la diffusion d'information constitue un moyen de promotion et de contrôle de l'entreprise à destination de ses partenaires. Le résultat comptable, issu des états

financiers, fait partie des informations obligatoires diffusées par les sociétés. Il s'agit d'un indicateur particulièrement suivi par les investisseurs et par les analystes financiers. Le résultat est produit à partir de normes prévues dans le cadre d'un référentiel. Ainsi, les sociétés cotées de l'Union Européenne doivent, depuis 2005, utiliser les normes IFRS (International Financial Reporting Standards) du référentiel comptable international. Sans enfreindre les règles comptables, les dirigeants ont la possibilité d'influencer la présentation et le contenu des états financiers. En particulier, le résultat comptable est une variable sur laquelle les dirigeants peuvent souhaiter agir. On parle alors de gestion des résultats (Schipper, 1989). La gestion des résultats peut ainsi se définir comme un « processus par lequel on prend des mesures délibérées à l'intérieur des contraintes liées aux normes comptables afin d'arriver à un niveau de résultat souhaité » (Davidson, Stickney et Weil, 1987).

On distingue deux modalités principales de gestion des résultats: la gestion comptable et la gestion réelle des résultats. D'une part, les dirigeants disposent d'une marge de manœuvre en matière d'options comptables et d'évaluation. Par exemple, les choix discrétionnaires des dirigeants s'exercent particulièrement en matière d'évaluation des dépréciations et des provisions. Cette évaluation présente en effet un caractère subjectif, car elle repose sur des hypothèses d'évolution d'un marché, d'une charge ou d'un risque. Des mécanismes de gouvernance prévus dans le code de gouvernance, tels que le comité d'audit, sont susceptibles d'influencer la gestion comptable des résultats.

D'autre part, les managers peuvent prendre des décisions de gestion ayant un impact sur le résultat. La latitude des dirigeants s'étend des décisions liées à l'exploitation (ventes, dépenses de R&D, de publicité, etc), au financement (remboursement d'emprunt) et à l'investissement. Les décisions de gestion sont souvent des décisions qui s'imposent à l'entreprise. Toutefois, en avançant ou en reportant certaines décisions, les dirigeants sont en mesure de jouer à court terme sur les résultats comptables, voire sur les flux de trésorerie. La gestion des résultats à partir des décisions de gestion, ou gestion réelle des résultats, s'intéresse donc au « timing » des décisions prises par les managers. Comme pour la gestion comptable, on peut noter le rôle potentiel des mécanismes de gouvernance, susceptibles de contrôler les décisions des dirigeants et de limiter la gestion réelle des résultats.

Les deux modalités de gestion des résultats (gestion comptable et gestion réelle) sont largement complémentaires, et peuvent être utilisées dans le cadre d'une stratégie globale de

gestion des résultats. Ainsi, la latitude dont disposent les dirigeants en matière d'options comptables et d'évaluation peut influencer la gestion réelle des résultats. Par exemple, suite à l'application de la loi SOX aux Etats-Unis, Cohen *et al.*, (*al.*, (2008) et Bartov et Cohen (2009) observent une diminution de la gestion comptable des résultats, mais une augmentation de la gestion réelle.

III.2. L'influence de la loi DDAC sur la gestion des résultats des sociétés françaises cotées

La mise en place de mécanismes de gouvernance constitue en théorie un moyen de contrôler les dirigeants et de les inciter à agir dans l'intérêt des actionnaires. Plusieurs auteurs considèrent que la mise en place d'un ensemble de mécanismes de gouvernance est plus efficace qu'un seul mécanisme (Desender *et al.*, 2013; Rediker et Seth, 1995). La mise en place de codes de gouvernance, regroupant un ensemble de recommandations relatives aux mécanismes susceptibles de discipliner les dirigeants, présente donc un intérêt certain afin d'améliorer les pratiques de gouvernance des sociétés. Le bénéfice attendu d'une amélioration de la gouvernance des entreprises peut se situer en termes de performance et de qualité de l'information financière. Selon Luo et Salterio (2014), la flexibilité offerte par le principe AOE se traduit par une plus grande création de valeur pour les actionnaires. La référence à un code de gouvernance est également susceptible de renforcer la qualité de l'information financière, en diminuant les pratiques de gestion des résultats.

Néanmoins, l'efficacité des codes de gouvernance et du principe AOE pour contraindre la gestion des résultats ne sont pas évidentes a priori. Ce principe offre en effet aux entreprises la possibilité de ne pas se conformer aux règles prévues par le code, à condition d'expliquer leurs choix. Par ailleurs, la mesure de conformité et les recommandations au code présentent un caractère simpliste, sous forme de respect d'un seuil ou de présence d'un organe ou d'un mécanisme de gouvernance. Elle ne dit rien sur l'efficacité des mécanismes mis en place. Par exemple, la présence d'administrateurs indépendants au sein du conseil de direction ou des comités ne sera bénéfique que si ces administrateurs sont compétents et exercent un réel contre-pouvoir face aux autres administrateurs.

Les recherches empiriques analysant l'impact de la mise en place d'un code de gouvernance

selon le principe AOE sur la gestion des résultats sont peu nombreuses et leurs résultats ne convergent pas. En Australie, Safari *et al.*, (2015) mettent en évidence un lien négatif entre le niveau de conformité au code et la gestion des résultats, mesurée par les *accruals* discrétionnaires. Dans le contexte mexicain, Machuga et Teitel, (2007) ont analysé l'impact de la mise en place du code de gouvernance mexicain sur la qualité des résultats comptables. Les analyses suggèrent une amélioration de la qualité des résultats suite à l'implémentation du code, avec un impact différencié selon les entreprises. En effet, les sociétés non cotées aux Etats-Unis semblent bénéficier davantage des effets du code de gouvernance que les sociétés cotées aux Etats-Unis. Price et al (2011) étudient également la mise en place du code de gouvernance mexicain et son impact sur la performance et la qualité des résultats comptables. Ils constatent que la conformité au code a augmenté de façon significative durant la période 2000-2004. Toutefois, cette mise en conformité ne se traduit pas par une augmentation de la performance et de la qualité des résultats comptables. Selon Price *et al.*, (2011), l'inefficacité de la mise en place du code de gouvernance au Mexique s'explique par les insuffisances de la gouvernance et de l'environnement institutionnel mexicains, caractérisés par une forte concentration de l'actionnariat, un manque d'indépendance réelle des conseils, et une faible protection des actionnaires minoritaires.

L'efficacité de la mise en place d'un code de gouvernance selon l'approche AOE semble donc dépendre du contexte institutionnel (juridique, politique et réglementaire). Selon Wiseman et al (2012), la nature des relations observées dans le cadre de la théorie de l'agence et l'efficacité des recommandations issues de cette théorie dépendent largement de l'environnement institutionnel. Ces auteurs proposent ainsi la notion de « théorie sociale de l'agence » en envisageant le contexte institutionnel comme une variable modératrice des relations d'agence. En particulier, le contexte institutionnel est susceptible d'influencer l'efficacité des codes de gouvernance et leur impact sur la qualité de l'information financière.

Dans le contexte français, la concentration de l'actionnariat et les droits de vote multiples tendent à renforcer le pouvoir des actionnaires majoritaires au détriment des minoritaires. La Porta *et al.*, (1999) considèrent que cette concentration de l'actionnariat est associée à un environnement légal moins protecteur pour les actionnaires. Selon eux, la protection des investisseurs serait plus élevée dans les pays de droit coutumier (common law) que dans les pays de droit civil (code law). Ces derniers pays, comme la France, seraient en outre plus exposés à la gestion des résultats que les pays de droit commun (Leuz *et al.*, 2003). Les

caractéristiques de l'environnement institutionnel français pourraient donc constituer un frein à la mise en œuvre efficace de la loi DDAC, à l'instar du constat de Price *et al.*, (2011) au Mexique.

Toutefois, la mise en place de la loi DDAC est susceptible de conduire à une amélioration de la gouvernance des sociétés françaises cotées et de la qualité de leur information financière pour plusieurs raisons. Tout d'abord, lors de la mise en place de la loi DDAC en 2008, les pratiques de gouvernance au sein des sociétés cotées françaises sont très hétérogènes et encore largement perfectibles. Une étude réalisée par Ernst&Young sur un échantillon de grosses capitalisations en 2008 évalue à 32% les entreprises dont le niveau de gouvernance est faible, voire très faible. Le rapport AMF de 2008 sur la gouvernance des grandes entreprises cotées indique par exemple que 43% des sociétés contrôlées ne respectent pas la recommandation du code en matière d'administrateurs indépendants. Ensuite, la présence en France d'actionnaires minoritaires exerçant un contre-pouvoir, et le rôle de certaines catégories d'actionnaires (familiaux, industriels), sont à même de limiter la gestion des résultats (Mard et Marsat, 2012).

Enfin, le niveau de développement et de réglementation du marché financier français constituent des facteurs d'efficacité de la mise en place d'une référence à un code de gouvernance selon le principe AOE. Selon MacNeil et Xiao Li, (2006), le recours à ce principe trouve son fondement dans l'hypothèse d'efficience, selon laquelle les marchés financiers sont en mesure d'évaluer le niveau de conformité au code de gouvernance. En France, plusieurs acteurs, tels que l'Autorité des Marchés Financiers, l'AFEP-MEDEF, les analystes financiers ou les médias, permettent de s'assurer de l'application effective de la loi et de la mise en place de mécanismes de gouvernance réellement efficaces. Par exemple, le rapport annuel de l'AMF sur le gouvernement d'entreprise et la rémunération des dirigeants de sociétés cotées présente de façon détaillée les pratiques en matière de gouvernance et les manquements observés au code. Le rapport cite les entreprises vertueuses et celles qui ne respectent pas les recommandations du code. Dans ce dernier cas, les explications fournies par l'entreprise sont analysées, l'AMF s'étant prononcée en 2013 pour une application stricte du principe AOE. Dans ce contexte, les entreprises, soucieuses de leur réputation, sont incitées à respecter non seulement la lettre de la loi, mais aussi son esprit. Les acteurs du marché financier doivent agir comme des mécanismes de contrôle de la bonne application de la loi et en assurer l'efficacité. Ces développements nous conduisent à supposer que la loi DDAC a eu

un impact favorable sur la qualité de l'information financière, en diminuant la gestion des résultats comptables :

HI : La conformité à un code de gouvernance prévue par la loi DDAC de 2008 est associée à une diminution de la gestion des résultats des sociétés françaises cotées.

III.3. L'impact différencié des mécanismes prévus dans le code de gouvernance sur la gestion des résultats comptables

Dans le cadre de la théorie politico-contractuelle de la comptabilité développée par Watts et Zimmerman (1978), nous pouvons identifier différents mécanismes et exigences intégrés dans les codes de gouvernance qui limitent l'espace discrétionnaire des dirigeants et la gestion des résultats comptables. Le code AFEP-MEDEF qui sert de référence à la majorité des sociétés françaises cotées, comprend trois ensembles de mécanismes relatifs au conseil de direction, aux comités spécialisés, et à la rémunération des dirigeants. Nous nous interrogeons donc sur l'effet de chacune de ces catégories de mécanismes de gouvernance sur la gestion des résultats.

Les caractéristiques du conseil de direction et du comité d'audit (indépendance, expertise) sont susceptibles d'influencer les pratiques de gestion des résultats. Selon Fama et Jensen (1983), et Bertrand et Mullainathan (2000), les administrateurs indépendants au sein des conseils d'administration sont plus efficaces pour exercer un contrôle sur les décisions des dirigeants, et permettent de limiter le détournement d'actifs.

Par exemple, Klein (2002) et Xie et al (2003) constatent que l'indépendance du conseil d'administration et du comité d'audit permet de limiter la gestion des résultats. De même, Osma (2008) montre que les administrateurs indépendants sont capables d'identifier et de contraindre la réduction de dépenses de recherche et de développement motivées par la pression des résultats à court terme. L'indépendance du comité d'audit permet également d'assurer une surveillance indépendante de l'efficacité du contrôle interne, de la qualité des informations financières et des travaux effectués par les auditeurs externes (Dhaliwal et al, 2010; Ghosh et al, 2010; Lin et Hwang, 2010). Bédard et al (2004) montrent que le niveau d'expertise financière du comité d'audit limite les pratiques discrétionnaires des dirigeants en matière de gestion des résultats.

Dans le contexte français, Piot et Janin (2007) observent que la présence d'un comité d'audit est associée à une moindre gestion des résultats, mais ne constatent pas d'effet de l'indépendance du comité d'audit sur la gestion des résultats.

Au regard du rôle potentiellement important des mécanismes liés au conseil de direction et aux comités spécialisés, nous formulons les deux hypothèses suivantes :

***H2a** : La conformité aux mécanismes du code de gouvernance relatifs au conseil de direction limite la gestion des résultats des sociétés françaises cotées.*

***H2b** : La conformité aux mécanismes du code de gouvernance relatifs aux comités spécialisés limite la gestion des résultats des sociétés françaises cotées.*

Concernant les mécanismes du code de gouvernance relatifs aux dirigeants et à leurs rémunérations, leur effet sur la gestion des résultats semble plus incertain. Les recommandations de code d'AFEP-MEDEF exigent de limiter le nombre de mandats de dirigeants pour concentrer le maximum de son effort sur ses responsabilités envers l'entreprise. En outre, suite à la crise financière, beaucoup d'attention a été accordée à la rémunération managériale. En fait, le code d'AFEP-MEDEF n'impose pas de contrainte sur la politique de rémunération mais il exige de déclarer leur politique de rémunérations concernant, la répartition en partie fixe et variable, sa politique concernant l'octroi de stock-options enfin sa politique d'attribuer d'action de performance. Le code ne propose pas de limite concernant la valeur totale de rémunération. Ces recommandations sont toutes basées sur l'hypothèse implicite que la déclaration de détails sur la politique de rémunération de l'entreprise diminue l'asymétrie d'information entre l'actionnaire et les dirigeants et permette à ces derniers d'évaluer la politique des rémunérations à partir de la performance d'entreprise. D'un côté, les systèmes de rétribution fondés sur la performance peuvent constituer des incitations à la gestion des résultats. L'attribution d'actions ou de stock-options aux dirigeants peut les conduire à gérer les résultats afin d'influencer les cours boursiers, comme le montrent les travaux de Burns et Kedia (2006) ou Bergstresser et Philippon (2006). Cornett et al (2008) constatent que la prise en compte de la gestion des résultats conduit à modérer largement l'impact positif des rémunérations incitatives sur la performance.

D'un autre côté, les rémunérations incitatives, telles que l'attribution d'actions ou de stock-options, sont susceptibles d'aligner l'intérêt des dirigeants sur celui des actionnaires.

Warfield, Wild et Wild (1995) montrent ainsi que l'actionnariat des dirigeants est associé à une information plus pertinente et à une moindre gestion des résultats.

Compte tenu de l'effet potentiellement ambigu des mécanismes du code liés à la rémunération des dirigeants sur la gestion des résultats, nous formulons l'hypothèse suivante :

H2c : La conformité aux mécanismes du code de gouvernance relatifs aux dirigeants et à leurs rémunérations exerce un effet indéterminé sur la gestion des résultats des sociétés françaises cotées.

IV. METHODOLOGIE DE LA RECHERCHE

La présentation de la méthodologie se fait en quatre temps. Nous exposons d'abord la sélection des échantillons et la période d'étude (IV.1), puis la construction du score de conformité au code de gouvernance (IV.2), ensuite les mesures de la gestion des résultats (IV.3), et enfin les modèles de recherche (IV.4).

IV.1. Période de d'étude et échantillons

IV.1.1. Le choix de la période d'étude

Notre étude de la relation entre la structure de gouvernance et la gestion du résultat porte sur une période allant de 2006 à 2013 en la divisant en deux sous-périodes de 2006 à 2009 et de 2010 à 2013.

Nous avons commencé l'étude en 2006 afin d'éviter l'effet d'application des normes IFRS en 2005. Notre choix de 2010 comme le début de deuxième période est basé sur notre étude descriptive de la conformité (V.1.1) et les différents rapports sur la gouvernance émis en 2009 et 2010 par l'AFEP-MEDEF et l'AMF.

Ces rapports ont montré que la mise en œuvre effective de la réglementation a commencé dès l'année 2009 mais que l'évolution de conformité la plus forte est observée en 2010. Dans les tests de robustesse nous avons contrôlé l'effet de l'année de césure sur les résultats de l'analyse. (V.3.1).

IV.1.2. Les échantillons d'étude et d'estimation

Deux échantillons ont été utilisés dans le cadre de la recherche. Le premier est l'échantillon d'étude, issu de l'indice SBF 120. Le second est l'échantillon d'estimation, composé de sociétés cotées sur le marché Euronext Paris.

Pour constituer l'échantillon d'étude, nous avons recensé toutes les sociétés ayant appartenu au moins une fois entre 2005 et 2013 à l'indice SBF 120. L'échantillon de départ est composé de 146 sociétés. Du fait de méthodologies comptables particulières, les établissements bancaires et d'assurance ont été enlevés de l'échantillon (19 sociétés). D'autre part, 11 sociétés ont été exclues du fait d'un manque de données financières ou de données sur les structures de gouvernance. Plus précisément, nous avons éliminé toutes les entreprises ayant plus de trois valeurs manquantes sur la période d'étude 2006-2013. Au final, l'échantillon d'étude comporte 116 sociétés.

Afin d'estimer les mesures de gestion des résultats nous avons établi un échantillon d'estimation à partir des sociétés cotées sur le marché Euronext de Paris. Nous avons choisi cet échantillon pour disposer d'un nombre suffisant d'observations d'entreprises cotées sur le marché français, dans le but d'améliorer la précision de l'estimation. Comme précédemment, nous avons éliminé toutes les entreprises ayant plus de trois valeurs manquantes sur la période d'étude 2006-2013. Au final, l'échantillon d'estimation est composé de 406 sociétés. La constitution des échantillons est présentée dans le tableau 1.

Les bases de données Factset et Datastream ont été utilisées pour collecter les données comptables et financières. Les données de gouvernance sont issues de la base de données IODS et complétées à l'aide des rapports annuels et les documents de communication publiés par les entreprises sur leurs pratiques de gouvernance.

Tableau 1 : Constitution des échantillons d'étude et d'estimation

Type d'échantillon	Composition des échantillons	Nombre d'entreprise
Échantillon d'estimation des mesures de gestion des résultats	Total des sociétés cotées sur le marché Euronext de Paris	614
	- Sociétés financières (bancaires, assurances, d'investissement)	119
	- Sociétés avec données comptables manquantes (plus de 3 valeurs manquantes sur la période sur la période d'étude [2006-2013])	89
	→Echantillon final d'estimation	406
Echantillon d'étude	Total des sociétés cotées sur indice SBF 120 de 2005 à 2013	146
	- Sociétés financières (bancaires, assurances, d'investissement)	19
	- Sociétés avec données manquantes (données comptables ou données liées à la structure de gouvernance)	11
	→Echantillon final d'étude	116

IV.2. Evaluation du score de conformité au code de gouvernance

Dans un premier temps, afin d'évaluer la conformité de la structure de gouvernance de la société au code de gouvernance de référence, nous avons établi un score de conformité au code de gouvernance à partir du code de gouvernance AFEP-MEDEF.

Nous avons choisi le code AFEP-MEDEF de 2008 comme base de ce score pour deux raisons. D'une part, c'est le code utilisé par la quasi-totalité des sociétés du SBF120. Au sein de notre échantillon d'étude, 103 entreprises ont utilisé le code AFEP-MEDEF (89% des sociétés de l'échantillon) et 13 entreprises ont utilisé d'autres codes de gouvernance, comme par exemple le code MiddleNext (5% des sociétés de l'échantillon). Ces différents codes partagent un grand nombre de recommandations, qui étaient déjà présentes dans les rapports publiés par l'AFEP et le MEDEF avant 2008. D'autre part, le code AFEP-MEDEF est considéré comme le code le plus exigeant sur le marché français. Au total, notre méthodologie s'appuie donc sur un seul code de gouvernance pour le calcul du score de conformité. Par ailleurs, dans les tests de robustesse, nous avons reconduit les analyses en restreignant

l'échantillon aux seules sociétés appliquant le code AFEP-MEDEF.

Le score utilisé dans le cadre de notre recherche est composé d'un ensemble de 28 recommandations essentielles indiquées dans le code AFEP-MEDEF. Compte tenu de la période d'étude, nous avons utilisé la version 2008 du code. Ce score permet d'évaluer la conformité au code au regard des différents aspects de la structure de gouvernance (information sur le conseil d'administration, sa composition et ses comités, information sur les dirigeants, leurs mandats et leurs rémunérations). La liste des recommandations composant le score de conformité au code est proposé en **annexe 1**. Chaque entreprise se voit attribuer 1 point par exigence remplie et 0 sinon, à l'instar de Brown et Caylor (2006) et Gompers et al (2003). Le score de conformité d'une entreprise pour une année donnée est le somme de ces points, et varie potentiellement entre 0 et 28. Dans les tests empiriques, nous avons également calculé le score en %, en divisant le score total par 28. Cette mesure relative du score de conformité varie potentiellement de 0 à 1.

Dans un deuxième temps, dans le but d'approfondir notre analyse de la relation entre la conformité et la gestion de résultats, nous avons séparé les 28 recommandations en trois sous-groupes suivant leur nature (cf. **annexe 1**) :

1. Exigences liées au conseil d'administration (10 recommandations) ;
2. Exigences liées aux comités de conseil (10 recommandations);
3. Exigences liées aux dirigeants et leurs rémunérations (8 recommandations).

Chaque sous-groupe de recommandations conduit à calculer un sous-score, pouvant varier de 0 à 1 en valeur relative.

IV.3. Mesures de la gestion des résultats

Dans le cadre de cette recherche, nous étudions à la fois la gestion comptable et la gestion réelle des résultats. Les mesures de gestion comptable se fondent sur l'analyse des *accruals* des entreprises (3.3.1). Les mesures de gestion réelle, à l'instar de Roychowdhury (2006), portent sur la gestion des ventes, des dépenses discrétionnaires et la surproduction (3.3.2).

IV.3.1. Mesures de la gestion comptable

La mesure de la gestion des résultats à partir des *accruals* discrétionnaires est la plus couramment utilisée dans la littérature. Les *accruals*, différence entre le résultat net et les flux de trésorerie d'exploitation, regroupent les éléments calculés et décalés du résultat : production immobilisée, dotations aux amortissements, dotations et reprises sur provisions, variation du besoin en fonds de roulement. Dans la mesure où l'évaluation des *accruals* offre une certaine latitude, les dirigeants sont tentés d'exercer leur discrétion sur ces variables comptables. Les modèles étudiés s'efforcent donc d'évaluer la part des *accruals* qui découle de l'action des dirigeants, ou *accruals* discrétionnaires, considérée comme une mesure de la gestion des résultats comptables.

Le premier modèle utilisé dans cette recherche est celui de Kothari *et al* (2005), qui s'inspire du modèle développé par Jones (1991). Les variables explicatives retenues par Jones partent des principaux éléments constitutifs des *accruals*: la variation du besoin en fonds de roulement et les dotations aux amortissements. La variation du besoin en fonds de roulement est censée évoluer proportionnellement aux variations du chiffre d'affaires (ΔCA). Les dotations aux amortissements sont censées dépendre du montant des immobilisations corporelles brutes (IMMO). Par rapport au modèle de Jones, le modèle de Kothari *et al* (2005) ajoute la variable rentabilité de l'actif (ROA), mesurant la performance, susceptible d'influencer les *accruals*. En conséquence, le modèle de base d'estimation des *accruals* est :

$$\text{Accruals totaux}_t = a_0 + a_1 \Delta CA_t + a_2 \text{IMMO}_t + a_3 \text{ROA}_{(t-1)} + \varepsilon_1 \quad (\text{A})$$

Où les paramètres (a_0 à a_3) sont des à estimer, et ε_1 , le terme d'erreur, égal à la différence entre les *accruals* totaux et l'estimation des *accruals* non discrétionnaires, correspond à la fraction des *accruals* susceptible d'être gérée par les dirigeants (*accruals* discrétionnaires). La première mesure de gestion des résultats, notée KOT dans la suite de l'étude, est mesurée par la valeur absolue des *accruals* discrétionnaires estimés à partir du modèle de Kothari *et al*.

Le deuxième modèle utilisé dans cette recherche, se fonde sur les *accruals* à court terme. (variation du BFR). En effet, selon Beneish (1998), la manipulation des comptes d'amortissement apparaît difficile. Nous avons retenu le modèle de Dechow et Dichev (2002), modifié par Singer et Yu (2011), qui explique les *accruals* à court terme à partir des flux de trésorerie d'exploitation en $t-1$, t et $t+1$ ($\text{CFO}_{(t-1)}$, CFO_t , $\text{CFO}_{(t+1)}$) :

$$\Delta BFR_t = b_0 + b_1.CFO_{(t-1)} + b_2.CFO_t + b_3.CFO_{(t+1)} + b_4.\Delta CA_t + \varepsilon_2 \quad (B)$$

Où les coefficients de b_0 à b_4 sont des paramètres à estimer, et ε_2 , le terme d'erreur, correspond à la fraction des *accruals* à court terme susceptible d'être gérée par les dirigeants. La deuxième mesure de gestion des résultats, notée DW dans la suite de l'étude, est mesurée par la valeur absolue des *accruals* discrétionnaires estimés à partir du modèle de Dechow et Dichev.

Afin d'estimer les coefficients du modèle d'estimation, les firmes de l'échantillon d'estimation ont été regroupées par secteur d'activité, conformément aux travaux de Jeter et Shivakumar (1999) et Martinez et Serve (2011). Cette estimation sectorielle des coefficients du modèle permet de prendre en compte les spécificités sectorielles des *accruals*. Ces regroupements ont été effectués à partir du code ICB (*Industry Classification Benchmark*) à un chiffre. Sur le plan pratique, l'estimation sectorielle nécessite de disposer d'un nombre suffisant d'observations par secteur d'activité, afin de mesurer les coefficients avec fiabilité. Cela nous a conduits à regrouper des secteurs d'activité, pour retenir finalement une classification sectorielle de six secteurs, présentée en **annexe 2**. L'estimation des modèles de gestion des résultats s'est faite pour chaque couple année-secteur d'activité, ce qui a conduit à mener 6 (secteurs) x 8 années = 48 régressions par modèle de gestion des résultats.

IV.3.2. Mesure de la gestion réelle

Afin de mesurer la gestion réelle des résultats, à l'instar de Roychowdhury (2006), nous avons utilisé trois modalités de manipulations des activités réelles :

- Manipulation des ventes : elle est mesurée par la différence entre le flux de trésorerie réel et le flux de trésorerie estimé à partir des ventes observées (modèle C).
- Les coûts de production anormaux : les coûts de production totaux sont calculés en ajoutant la variation des stocks aux coûts des produits vendus. Les coûts de production anormaux sont mesurés par la différence entre le total des coûts production observés et la production estimée à partir des ventes, des variations des ventes sur la même année et sur l'année précédente (modèle D)
- Manipulation des dépenses discrétionnaires : les dépenses discrétionnaires incluent les dépenses administratives, de R&D et les dépenses de marketing et de publicité. Les dépenses

discrétionnaires anormales sont calculées à partir du niveau de dépenses discrétionnaires normales estimées à partir des ventes et de la variation des ventes (modèle E).

Les modèles sont :

$$CFO_t = c_0 + c_1.CA_t + c_2.\Delta CA_t + \varepsilon_3 \quad (C)$$

$$Prodca_t = d_0 + d_1.CA_t + d_2.\Delta CA_t + d_3.\Delta CA_{(t-1)} + \varepsilon_5 \quad (D)$$

$$Disex_t = e_0 + e_1.CA_t + e_2.\Delta CA_t + \varepsilon_4 \quad (E)$$

- CFO_t : représente les flux de trésorerie d'exploitation en t;
- $Disex_t$: représente la somme des dépenses de publicité, de recherche et développement et des frais administratifs et généraux en t ;
- $Prodca_t$: représente la somme des coûts des marchandises vendues et la variation des stocks en t ;
- CA_t le chiffre d'affaires en t ;
- $\Delta CA(t)$: la variation du chiffre d'affaires entre t-1 et t ;

Comme précédemment, les modèles C, D et E permettent d'estimer les coefficients c_0 à e_2 pour chaque couple année-secteur d'activité, et de mesurer la gestion des résultats comme l'écart entre valeur réelles et valeurs estimées (termes d'erreur ε_3 , ε_4 et ε_5). Les trois mesures de gestion réelle, évaluées en valeur absolue, sont notées respectivement CF, PROD et DEP dans la suite de l'étude.

IV.4. Modèles de recherche

Dans un premier temps, deux modèles de recherche ont été testés dans le cadre de la première hypothèse de cette étude. Le premier modèle teste la relation entre le score de conformité SC et les différentes mesures de gestion des résultats sur la période [2006, 2013]. Ce premier modèle peut s'écrire :

$$\text{Gestion résultat} = C + \alpha_1.SC + \alpha_2.LOGTA + \alpha_3.DTA + \alpha_4.MB + \alpha_5.CONT + \alpha_6.AUD + \alpha_7.ICBi + \alpha_8.ANi + \varepsilon \quad (1)$$

SC le score de conformité de la structure de gouvernance de la société au code de gouvernance en valeur relative (valeurs absolues divisé score par 28)

LOGTA	le logarithme du montant des actifs en milliers d'Euros
DTA	le ratio Dettes/Total des actifs
MB	(totale d'actif+Market value de capitale-Bookvalue de capitale)/totale d'actifs
CONT	variable dichotomique représente une mesure de concentration d'actionnariat proposée par le code MEDEF. Il Égale à 1 si le principal actionnaire détient plus de 49% des droits de vote, 0 sinon.
AUD	variable de contrôle dichotomique, égale à 1 si l'entreprise a deux auditeurs de Big4, 0 sinon
ICBi	variable de contrôle dichotomique, égale à 1 si le secteur d'activité est dans la classification i (pour i = 1 à 6), 0 sinon
Ani	variable de contrôle dichotomique, égale à 1 si l'année est 200i (pour i = 6 à 13) i, 0 sinon

Le deuxième modèle teste la relation entre l'évolution du score de conformité VarSC sur la période d'étude [2006, 2013] et les valeurs moyennes des différentes mesures de gestion des résultats sur la période [2010, 2013]. Nous intégrons également le score de gouvernance de début de période en 2006 (SC06) comme facteur explicatif de la gestion des résultats postérieurement à la loi. Ce deuxième modèle peut s'écrire :

$$\text{Gestion résultat} = C + \beta_1 \cdot \text{VarSC} + \beta_2 \cdot \text{SC06} + \beta_3 \cdot \text{MLOGTA} + \beta_4 \cdot \text{MDTA} + \beta_5 \cdot \text{MMB} + \beta_6 \cdot \text{CONT} + \beta_7 \cdot \text{AUD} + \beta_7 \cdot \text{ICBi} + \varepsilon \quad (2)$$

VarSC	la différence en valeur relative entre la moyenne du score de conformité sur la période [2010, 2013] et la moyenne du score de conformité sur la période [2006, 2009]
SC06	le score de conformité de l'entreprise en valeur relative en 2006
MLOGTA	la moyenne des logarithmes du montant des actifs en milliers d'euros sur la période [2009, 2013]
MDTA	la moyenne des ratios des Dettes/Total des actifs sur la période [2009, 2013]
MMB	la moyenne des ratios des (totale d'actif+Market value de capitale-Bookvalue de capitale)/totale d'actifs de l'entreprise sur la période [2010, 2013]
MCONT	variable dichotomique représente une mesure de concentration d'actionnariat proposée par le code MEDEF. Il Égale à 1 si le principal actionnaire détient plus de 49% des droits de vote pour 2 ans au moins sur la période [2010, 2013], 0 sinon.
AUD	variable de contrôle dichotomique, égale à 1 si l'entreprise a deux auditeurs de Big4 pour 3 ans au moins sur la période [2010, 2013], 0 sinon
ICBi	variable de contrôle dichotomique, égale à 1 si le secteur d'activité est dans la classification i (pour i = 1 à 6), 0 sinon

Dans un deuxième temps, dans le but d'approfondir l'analyse de la relation entre la

conformité et la gestion des résultats, nous testons la relation entre les sous-scores et la gestion des résultats par un troisième modèle.

$$\text{Gestion résultat} = C + \gamma_1 \cdot \text{sous-score} + \gamma_2 \cdot \text{LOGTA} + \gamma_3 \cdot \text{DTA} + \gamma_4 \cdot \text{MB} + \gamma_5 \cdot \text{CONT} + \gamma_6 \cdot \text{AUD} + \text{ICBi} + \varepsilon \quad (3)$$

SC.CA	sous-score de conformité aux exigences de code liés au conseil d'administration divisé par 10
SC.CC	sous-score de conformité aux exigences de code liés aux comités de conseil divisé par 10
SC.DR	sous -groupes de conformité aux exigences de code liés aux dirigeants et leurs rémunérations divisé par 8

En prenant en compte la nature des données (données de panel), nous avons appliqué les régressions avec un clustering par firmes (Petersen, 2009) dans l'estimation du premier et troisième modèles afin de contrôler l'hétéroscédasticité dans les termes d'erreur (Dimitropoulos et Asteriou, 2010; Mard et al., 2014). Chacun des modèles se décline ensuite sous la forme de cinq régressions correspondant aux cinq mesures de gestion des résultats, en utilisant une régression de données de panel (pooled regression) dans le premier et le troisième modèles.

Les variables de contrôle sont celles utilisées dans les études antérieures proposées par la littérature comme ayant un impact sur la gestion des résultats : la taille de l'entreprise, son endettement, les opportunités de croissance (Chen *et al.*, 2010), la structure de l'actionnariat, et la qualité de l'audit (Francis *et al.*, 1999). Concernant la concentration de l'actionnariat, nous avons utilisé la mesure de concentration proposée par le code AFEP-MEDEF, c'est à dire la définition d'une société contrôlée dans la loi de commerce française²⁵). La liste des variables utilisées dans les modèles explicatifs de la gestion des résultats est présentée en **annexe 3**.

²⁵ Au sens de l'art. L.233-3 du code de commerce

V. RESULTATS

V.1.Statistiques descriptives et tests univariés

V.1.1. Statistiques descriptives

Le tableau 2 présente les statistiques descriptives relatives aux variables de l'étude. Les cinq mesures de gestion des résultats varient en moyenne de 2,3% à 6,6% selon les modèles. Les valeurs obtenues pour les mesures de gestion comptable sont moins élevées que les valeurs obtenues pour les mesures de gestion réelle des résultats.

Sur la totalité de la période d'étude [2006 ; 2013], le score de conformité est en moyenne de 14.5, soit 51.7%). Il varie d'un minimum de 4 (14,3%) à un maximum de 27 (96,4%), ce qui montre une forte disparité en matière de conformité au code. L'analyse des sous-scores montre que le sous-score de conformité relatif aux exigences liées au conseil d'administration est plus élevé (79,7% en moyenne) que les sous-scores de conformité relatifs aux rémunérations (36,7%) et aux exigences liées aux comités du conseil (32,1%). L'évolution du score de conformité entre les deux sous-périodes [2006 ; 2009] et [2010 ; 2013] est très nette (+ 31.9% en moyenne).

La figure 1 présente l'évolution de la moyenne du score de conformité sur la période d'étude. Cette évolution montre une stabilité du score de 2006 à 2008, puis une augmentation très nette entre 2009 et 2011, suite à l'obligation de référence à un code résultant de la loi DDAC. Le score passe ainsi de 35% en moyenne en 2008 à 67% en 2011. Le score se stabilise autour de 70% en 2012 et 2013, avec un maximum de 96% et un minimum de 36% en 2013.

Tableau 2 : Statistiques descriptives des variables

Variable	Moyenne	Médiane	Maximum	Minimum	Ecart-type	Observations
DW	0.023	0.017	0.156	0.001	0.023	928
KOT	0.038	0.024	0.295	0.001	0.046	928
CF	0.044	0.030	0.330	0.001	0.048	928
PROD	0.066	0.059	0.460	0.001	0.097	928
DEP	0.055	0.049	0.439	0.001	0.096	928
SC	0.517	0.464	0.964	0,143	0.183	928
SC.CA	0.797	0.800	1.00	0.300	0.175	928
SC.CC	0.321	0.300	0.900	0.100	0.172	928
SC.DR	0.367	0.375	1.00	0.125	0.363	928
VarSC	0.319	0.306	0.589	0.125	0.082	116
LOGTA	8.428	8.399	12.433	1.281	1.799	928
DTA	0.277	0.231	2.828	0.001	0.398	928
MB	1.569	1.256	21.792	0.683	1.340	928
MLOGTA	8.501	8.474	12.402	2.712	1.836	116
MDTA	0.286	0.225	3.581	0.001	0.386	116
MMB	1.544	1.190	11.272	0.773	1.293	116
AUD	0.437	0	1	0	-	928
CONT	0.456	0	1	0	-	928
AdI	0.475	0.462	1	0	0.206	928

DW : la valeur absolue des accruals discrétionnaires calculés selon le modèle de de Dechow et Dichev (2002), KOT: la valeur absolue des accruals discrétionnaires calculés selon le modèle de Kothari et al (2005), CF: la valeur absolue de flux de trésorerie discrétionnaire anormale mesurée par le modèle (C), PROD : la valeur absolue des coûts de production anormaux mesurés par mesurés par le modèle (E), DEP : la valeur absolue de dépenses discrétionnaires anormales mesurées par le modèle (D), SC : le score de conformité de la structure de gouvernance de la société au code de gouvernance en valeur relative (valeurs absolues divisé score par 28), SC.CA : sous-score/ sous -groupes de conformité aux exigences de code liés au conseil d'administration divisé par 10, SC.CC : sous-score/ sous -groupes de conformité aux exigences de code liés aux comités de conseil divisé par 10, SC.DR : sous-score/ sous -groupes de conformité aux exigences de code liés aux dirigeants et leurs rémunérations divisé par 8, LOGTA : le logarithme du montant des actifs en milliers d'Euros, DTA : le ratio Dettes/Total des actifs, MB : le ratio valeur boursière/valeur comptable des capitaux propres de l'entreprise, AUD : variable de contrôle dichotomique, égale à 1 si l'entreprise a deux auditeurs de Big4, 0 sinon, MLOGTA : la moyenne des logarithmes du montant des actifs en milliers d'euros sur la période [2010, 2013], MDTA : la moyenne des ratios des Dettes/Total des actifs sur la période [2010, 2013], MMB : la moyenne des ratios (totale d'actif + market value de capitale-bookvalue de capitale/Totale d'actifs)de l'entreprise sur la période [2010, 2013] . MDW MKOT MCF, DEP, PROD sont les valeurs moyennes des différentes mesures de gestion des résultats sur la période [2010, 2013].

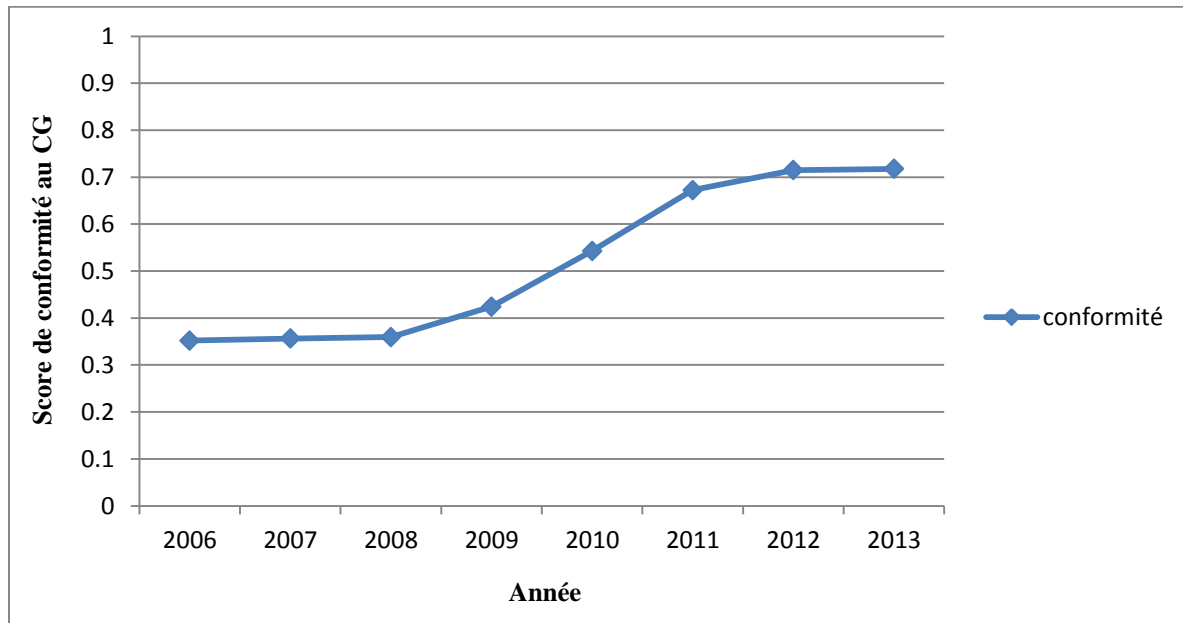


Figure 1 : Evolution du score de conformité au code de gouvernance entre 2006 et 2013

Le tableau 3 montre l'évolution du score entre les deux sous-périodes d'étude [2006 ; 2009] et [2010 ; 2013]. Le score évolue d'une moyenne (médiane) de 37% (35%) sur la période [2006 ; 2009] précédant l'obligation légale à une moyenne (médiane) de 66% (67%) sur la période [2010 ; 2013]. Cette évolution du score est confirmée par les tests de différences de moyennes et de médianes (significatifs au seuil de 1%) présentés dans le tableau 3. Ce résultat va dans le sens de ceux obtenus par Refait-Alexandre et al (2014), qui notent en 2009 que 34% des sociétés de l'indice SBF120 déclarent une conformité totale au code.

Tableau 3 : Analyse descriptive univariée du score de conformité

Variable	Période	Moyenne	Médiane	Max.	Min.	Ecart-type	Test de différence des moyennes	Test de différence des médianes	Observations
Score	2006-2013	0.51	0.46	0.96	0.14	0.18			928
	2006-2009	0.37	0.35	0.64	0.14	0.07			464
	2010-2013	0.66	0.67	0.96	0.25	0.13	0.001	0.001	464

Les signes *, **, *** indiquent une significativité aux seuils respectifs de 10 %, 5 % et 1 %.

V.1.2. Test univarié de l'effet de la conformité sur la gestion des résultats

Les résultats présentés dans le tableau 4 comparent les moyennes et médianes des mesures de la gestion des résultats pour les entreprises dont le niveau de conformité est élevé (score supérieur à la médiane) et celles dont le niveau de conformité est le plus faible (score inférieur à la médiane). Cette comparaison s'effectue sur les 3 périodes [2006-2013], [2006-2009] et [2010-2013].

Sur l'ensemble de la période [2006-2013], on constate que les sociétés dont le niveau de conformité est élevé présentent un niveau de gestion des résultats inférieur à celles dont le niveau de conformité est faible. Cette différence est significative, sauf pour la mesure de gestion réelle du résultat relative aux dépenses discrétionnaires. Cette tendance est confirmée sur les deux sous périodes [2006-2009] et [2010-2013], sauf pour les modèles de gestion réelle de manipulation des ventes (CF) et des coûts de production (PROD) sur la première période. Après l'application de la loi à partir de 2010, l'ensemble des mesures de gestion des fournissent en revanche des résultats conformes à nos attentes, selon lesquelles les sociétés présentant une conformité élevée gèrent moins leurs résultats que les sociétés présentant une conformité faible. Dans l'ensemble, les résultats de ce test vont dans le sens de l'hypothèse 1 relative à l'impact de la conformité sur la gestion des résultats.

Tableau 4 : Tests de comparaison de la gestion des résultats selon le niveau de conformité

Variable	Période	Conformité		Test de	Test de	Observations
		élevée	faible	différence des moyennes	différence des médianes	
				P-value	P-value	
DW	2006-2013	0.021	0.025	0.005	0.017	928
	2006-2009	0.023	0.027	0.068	0.008	464
	2010-2013	0.018	0.026	0.001	0.004	464
KOT	2006-2013	0.033	0.041	0.033	0.143	928
	2006-2009	0.036	0.044	0.030	0.073	464
	2010-2013	0.027	0.040	0.003	0.001	464
CF	2006-2013	0.040	0.048	0.041	0.0359	928
	2006-2009	0.042	0.049	0.175	0.1292	464
	2010-2013	0.035	0.047	0.003	0.0074	464
PROD	2006-2013	0.052	0.079	0.057	0.5684	928
	2006-2009	0.054	0.091	0.166	0.0013	464
	2010-2013	0.046	0.074	0.001	0.0559	464
DEP	2006-2013	0.043	0.066	0.298	0.5088	928
	2006-2009	0.048	0.067	0.001	0.0013	464
	2010-2013	0.027	0.050	0.064	0.03	464

DW : la valeur absolue des accruals discrétionnaires calculés selon le modèle de Dechow et Dichev (2002), KOT: la valeur absolue des accruals discrétionnaires calculés selon le modèle de Kothari et al (2005), CF: la valeur absolue de flux de trésorerie discrétionnaire anormale mesurée par le modèle (C), PROD : la valeur absolue des coûts de production anormaux mesurés par le modèle (E), DEP : la valeur absolue de dépenses discrétionnaires anormales mesurées par le modèle (D)

V.2. Tests multivariés

V.2.1. Test de régression du score de conformité sur la gestion des résultats

Tout d'abord, les tests de corrélation entre les variables des modèles 1 et 3, présentés en **annexe 4**, ne laissent pas apparaître de corrélation supérieure à 0,5. Il en est de même des tests de corrélation entre les variables du modèle 2, présentés en **annexe 5**.

Le tableau 5 présente le lien entre le score de conformité et les différentes mesures de gestion des résultats sur l'ensemble de la période [2006-2013] (modèle 1). Les régressions sont globalement significatives et expliquent, selon la mesure retenue, entre 12% et 35% de la

variance de la gestion des résultats. Conformément à nos attentes, le score de conformité est associé négativement et significativement avec le niveau de gestion des résultats. Compte tenu des coefficients présentés dans le tableau 5, il apparaît par exemple qu'une différence du score de conformité de 20%, se traduit, toutes choses égales par ailleurs, par une diminution de la gestion des résultats d'un montant de $2,89\% \times 20\% = 0,58\%$ de l'actif. L'impact du niveau de conformité sur la gestion des résultats semble donc statistiquement et économiquement significatif. Par ailleurs, ce constat est surtout valable pour la période postérieure à l'application de la loi DDAC, durant laquelle l'étude descriptive a montré l'évolution significative du score de conformité. Cette première analyse multivariée montre qu'il existe un lien négatif entre le niveau de conformité au code de gouvernance et la gestion des résultats. Ces conclusions vont dans le sens de l'hypothèse 1, qui vise à mettre en évidence l'impact de la réglementation sur la gestion des résultats.

En ce qui concerne les variables de contrôle, les résultats montrent, conformément aux études antérieures, que la gestion des résultats est associée négativement à la taille (effet négatif et significatif pour quatre mesures de gestion de résultat). Par ailleurs, les opportunités de croissance sont associées positivement avec les différentes mesures de gestion des résultats avec un effet significatif pour trois mesures. Enfin, la présence d'auditeurs big four est associée négativement à la gestion des résultats, avec des coefficients statistiquement significatifs pour trois des cinq mesures.

Les résultats de cette première analyse montrent clairement l'effet du niveau de conformité au code de gouvernance sur la gestion des résultats. Cela traduit la capacité des mécanismes intégrés dans le code à influencer les pratiques managériales en matière de gestion des résultats (comptable et réelle).

Tableau 5 : Lien entre la gestion des résultats et le score de conformité

Variable	DW	KOT	CF	PROD	DEP
C	5.83%***	6.41%***	5.27%**	7.11%***	7.12%***
SC	-2.89%***	-2.20%*	-4.22%**	-5.76%***	-6.10%***
LOGTA	-0.32%***	-0.40%***	-0.32%	-0.73%***	-1.25%*
DTA	-0.16%	0.27%	0.16%	0.88%	-1.09%
MB	0.09%	0.33%***	1.31%***	0.61%**	-0.56%
CONT	0.25%	0.17%	-0.30%	4.60%**	-1.07%
AUD	-0.41%***	-0.16%	-0.37%	-6.03%**	-3.54%*
ICB	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé
(secteur)					
Année	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé
N	928	928	928	928	928
R ² ajusté	0.12	0.13	0.21	0.31	0.35

DW : la valeur absolue des accruals discrétionnaires calculés selon le modèle de Dechow et Dichev (2002), KOT: la valeur absolue des accruals discrétionnaires calculés selon le modèle de Kothari et al (2005), CF: la valeur absolue de flux de trésorerie discrétionnaire anormale mesurée par le modèle (C), PROD : la valeur absolue des coûts de production anormaux mesurés par le modèle (E), DEP : la valeur absolue de dépenses discrétionnaires anormales mesurées par le modèle (D). SC : le score de conformité de la structure de gouvernance de la société au code de gouvernance en valeur relative (valeurs absolues divisé score par 28), LOGTA : le logarithme du montant des actifs en milliers d'Euros, DTA : le ratio Dettes/Total des actifs, MB : (totale d'actif+Market value de capitale-Bookvalue de capitale)/totale d'actifs, CONT : variable dichotomique représente une mesure de concentration d'actionnariat proposée par le code MEDEF. Il Égale à 1 si le principal actionnaire détient plus de 49% des droits de vote, 0 sinon. AUD : variable de contrôle dichotomique, égale à 1 si l'entreprise a deux auditeurs de Big4, 0 sinon, ICBi : variable de contrôle dichotomique, égale à 1 si le secteur d'activité est dans la classification i (pour i = 1 à 6), 0 sinon, ANi: variable de contrôle dichotomique, égale à 1 si l'année est 200i (pour i = 6 à 13) i, 0 sinon

V.2.2. Test de régression de l'évolution du niveau de conformité sur la gestion des résultats

Afin de tester la première hypothèse de façon dynamique, nous avons utilisé le modèle (2) intégrant une variable mesurant l'évolution du score de conformité entre les deux périodes encadrant la mise en place de la loi DDAC. Nous avons également intégré le score de conformité des entreprises en début de période (année 2006), afin de contrôler l'effet de la structure initiale de gouvernance.

Les régressions, présentées dans le tableau 6, mesurent l'influence de l'évolution du score moyen de conformité entre les deux périodes [2006, 2009] et [2010, 2013] sur la gestion des résultats observée en moyenne sur la période [2010, 2013] postérieure à la loi. Les résultats montrent que le coefficient de la variable VarSC est négatif, et significatif au seuil de 5% pour

les mesures de gestion comptable, et de 1% ou 10% pour les mesures de gestion réelle. L'effet de l'évolution du score apparait nettement. Par exemple, si l'on retient la première mesure de gestion des résultats, et toutes choses égales par ailleurs, une variation de 30% du niveau de conformité (l'évolution moyenne observée entre les deux périodes est de 31,9%) se traduit par une diminution de la gestion des résultats de $30\% \times (3,99\%) = 1,20\%$ de l'actif.

On observe également que la structure initiale de gouvernance, évaluée par le score de conformité de 2006, est associée négativement avec quatre mesures de gestion du résultat. Mais ce lien est significatif seulement (et au seuil de 10%) pour une seule mesure de gestion des résultats. Ces analyses montrent que la gestion des résultats après la mise en place de la loi dépend plus de l'évolution du niveau de conformité au code que du niveau de conformité initial. Ce constat va dans le sens de l'hypothèse 1, selon laquelle la mise en conformité au code de gouvernance suite à la mise en place de la loi, a permis de diminuer la gestion des résultats des entreprises françaises.

Tableau 6 : Lien entre la gestion des résultats et l'évolution du score de conformité

Variable	MDW	MKOT	MCF	MPROD	MDEP
C	7.69%***	7.61%***	5.62%***	11.23%***	26.28%***
VarSC	-3.99%**	-3.29%**	-5.53%***	-16.46%*	-19.17%***
SC06	-4.49%*	-2.92%	-1.75%	6.77%	-8.76%
MLOGTA	-0.23%**	-0.25%***	-0.03%	0.60%	-0.65%
MDTA	-0.03%	0.18%	0.11%	-1.23%	-1.83%
MMB	0.01%	0.45%***	1.33%***	0.98%	-1.05%
CONT	0.37%	-0.29%	-0.40%	4.20%*	-0.38%
AUD	-0.30%	-0.07%	-0.38%	-1.65%	-3.08%
ICB	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé
(secteur)					
N	116	116	116	116	116
R ² ajusté	0.29	0.30	0.45	0.32	0.36

MDW MKOT MCF, DEP, PROD sont les valeurs moyennes des différentes mesures de gestion des résultats sur la période [2010, 2013], VarSC : la différence en valeur relative entre la moyenne du score de conformité sur la période [2010, 2013] et la moyenne du score de conformité sur la période [2006, 2009], SC06 : le score de conformité de l'entreprise en valeur relative en 2006, MLOGTA : la moyenne des logarithmes du montant des actifs en milliers d'euros sur la période [2009, 2013], MDTA : la moyenne des ratios des Dettes/Total des actifs sur la période [2009, 2013], MMB : la moyenne des ratios des (totale d'actif+Market value de capitale-Bookvalue de capitale)/totale d'actifs de l'entreprise sur la période [20010, 2013], MCONT : variable dichotomique représente une mesure de concentration d'actionnariat proposée par le code MEDEF. Il Égale à 1 si le principal actionnaire détient plus de 49% des droits de vote pour 2 ans au moins sur la période [2010, 2013], 0 sinon. AUD : variable de contrôle dichotomique, égale à 1 si l'entreprise a deux Auditeurs de Big4 pour 3 ans au moins sur la période [2010, 2013], 0 sinon. ICBi : variable de contrôle dichotomique, égale à 1 si le secteur d'activité est dans la classification i (pour i = 1 à 6), 0 sinon

Les résultats de cette deuxième analyse mettent en évidence les bénéfices associés à l'amélioration de la conformité observée suite à l'application de la loi DDAC. En effet, cette amélioration de la conformité est associée négativement et significativement avec la gestion des résultats.

Cela traduit la capacité de la loi à produire une amélioration de la conformité au code susceptible d'influencer les pratiques managériales, illustrant l'efficacité des mécanismes de gouvernance mis en place par les sociétés françaises cotées suite à la loi DDAC. L'effet bénéfique de l'approche AOE dans le contexte français retenue s'explique par la capacité des acteurs économiques sur le marché à garantir un certain niveau d'efficience associé à cette conformité. La loi conduit non seulement à une amélioration de la conformité au code de gouvernance, mais aussi à un renforcement de l'efficacité des mécanismes mis en œuvre par les entreprises. Cela se traduit dans notre étude par un impact négatif et significatif sur la gestion des résultats.

V.2.3. Test de régression du sous-score de conformité sur la gestion des résultats

L'objectif de ce test est de mieux comprendre la relation observée entre la conformité agrégée au code et la gestion des résultats, en analysant la relation entre les composantes du code et les pratiques comptables. A cette fin, nous avons repris l'analyse en décomposant le score de conformité en trois sous-scores à partir de leur nature, telle que présentée dans le code :

- Sous-score regroupant les exigences liées au conseil d'administration (10 recommandations), noté SC.CA ;
- Sous-score regroupant les exigences liées aux comités du conseil (10 recommandations), noté SC.CC ;
- Sous-score regroupant les exigences liées aux dirigeants et leurs rémunérations (8 recommandations), noté SC.DR ;

A partir de ces trois groupes de mécanismes et des variables de contrôle utilisées précédemment, une régression en données de panel est conduite pour mettre en relation la gestion des résultats et les sous-scores de conformité. Les résultats, présentés dans le tableau 7, montrent que les sous-scores relatifs aux exigences liées au conseil d'administration et aux comités du conseil sont associés négativement avec les cinq mesures de gestion des résultats,

et significativement pour quatre d'entre elles. En revanche, le sous-score relatif aux dirigeants et leurs rémunérations semble avoir peu d'effet sur la gestion des résultats, les coefficients obtenus sur ce sous-score étant pas ou peu significatifs.

Ces résultats peuvent s'interpréter par le rôle essentiel joué par le conseil d'administration et les comités du conseil en matière de gouvernance et de contrôle des dirigeants, en particulier en matière d'information financière. Par exemple, les exigences liées au conseil d'administration portent sur le pourcentage d'administrateurs au conseil, la diversité et l'assiduité du conseil. Ces facteurs sont susceptibles d'influencer la qualité de l'information diffusée par les entreprises. De même, les exigences relatives aux comités du conseil, comme par exemple l'existence et l'indépendance du comité d'audit, sont en mesure de limiter la gestion des résultats comptables. Ces résultats montrent que les mécanismes liés au conseil de direction et aux comités spécialisés agissent comme des vecteurs privilégiés en matière de qualité de l'information. Ils montrent aussi que la loi DDAC s'est traduite par une amélioration de la conformité au code et par un renforcement de l'efficacité du conseil de direction et des comités spécialisés, pour limiter la gestion des résultats.

En revanche, les recommandations relatives aux dirigeants et à leurs rémunérations semblent avoir peu d'effet sur la gestion des résultats. On peut noter que l'impact de mécanismes de gouvernance liés à la rémunération est susceptible d'impacter davantage la performance que la qualité de l'information. Plusieurs études montrent en effet que des mécanismes tels que les stock-options et les actions de performance peuvent inciter les dirigeants à gérer les résultats. Par ailleurs, les recommandations du code portent davantage sur les informations à fournir, dans une optique de transparence, que sur des dispositifs de gouvernance à mettre en œuvre ayant une influence sur la gestion des résultats. Par exemple, la diffusion d'information relative au détail des rémunérations versées aux dirigeants n'a pas forcément d'impact sur les pratiques comptables.

Tableau 7 : Lien entre la gestion des résultats et les sous-scores de conformité

Variable	DW	KOT	CF	PROD	DEP
C	6.07%***	10.75%***	5.99%***	17.06%***	22.99%***
SC.CA	-1.16%**	-2.97%**	-2.71%**	-6.26%**	-7.97%***
SC.CC	-2.51%***	-3.00%**	-1.80%	-11.94%***	-11.19%***
SC.DR	-0.31%	0.29%	-1.16%	-4.29%	-4.31%*
LOGTA	-0.28%***	-0.52%***	-0.31%***	-0.59%**	-1.15%
DTA	-0.21%	-0.42%	0.05%	0.64%	-1.40%
MB	0.10%	0.43%***	1.32%***	0.65%**	-0.52%
CONT	0.25%	-0.67%**	-0.30%	4.60%***	-1.04%
AUD	-0.44%***	-0.34%	-0.38%	-6.24%***	-3.65%***
ICB					
(secteur)	contrôlé	Contrôlé	contrôlé	Contrôlé	contrôlé
Année	contrôlée	Contrôlée	contrôlée	Contrôlée	contrôlée
N	928	928	928	928	928
R ² ajusté	0.13	0.15	0.23	0.32	0.33

SC.CA : sous-score de conformité aux exigences de code liés au conseil d'administration divisé par 10. SC.CC : sous-score de conformité aux exigences de code lié aux comités de conseil divisé par 10. SC.DR : sous -groupes de conformité aux exigences de code liés aux dirigeants et leurs rémunérations divisé par 8. SC : le score de conformité de la structure de gouvernance de la société au code de gouvernance en valeur relative (valeurs absolues divisé score par 28), LOGTA : le logarithme du montant des actifs en milliers d'Euros, DTA : le ratio Dettes/Total des actifs, MB : (totale d'actif+Market value de capitale-Bookvalue de capitale)/totale d'actifs, CONT : variable dichotomique représente une mesure de concentration d'actionnariat proposée par le code MEDEF. Il Égale à 1 si le principal actionnaire détient plus de 49% des droits de vote, 0 sinon. AUD : variable de contrôle dichotomique, égale à 1 si l'entreprise a deux auditeurs de Big4, 0 sinon, ICBi : variable de contrôle dichotomique, égale à 1 si le secteur d'activité est dans la classification i (pour i = 1 à 6), 0 sinon, ANi : variable de contrôle dichotomique, égale à 1 si l'année est 200i (pour i = 6 à 13) i, 0 sinon

V.3. Tests de robustesse

Afin d'analyser la sensibilité des résultats obtenus à certains choix et spécifications méthodologiques, nous avons conduit quatre tests de robustesse. Le premier modifie l'année de césure dans le modèle 2 en considérant l'année 2009 comme la première année de la deuxième période. Nous avons donc séparé la période en deux sous périodes [2006 ; 2008] et [2009 ; 2013]. Les résultats présentés dans l'annexe 6 confirment ceux obtenus dans le tableau 6 et montrent une relation négative entre l'évolution du score de conformité et la gestion des résultats. Le lien est toutefois moins net que précédemment, dans la mesure où seules trois mesures de gestion des résultats fournissent des résultats statistiquement

significatifs. Ce constat semble confirmer que l'effet de la loi sur les pratiques de gouvernance s'est produit avec un certain retard, et n'a été pleinement effectif qu'à partir de 2010, deuxième année d'application de la loi. Ce résultat va dans le sens d'une application progressive de la réglementation, liée aux hypothèses fondamentales de l'approche AOE. Cette approche repose d'une part sur l'augmentation des pressions institutionnelles avec le temps, et d'autre part sur la capacité des acteurs du marché à garantir l'efficacité des dispositifs de gouvernance.

Le deuxième test de robustesse consiste à remplacer la variable score de conformité par le pourcentage d'administrateurs indépendants au sein du conseil de direction. D'une part, la fraction d'administrateurs indépendants est une variable largement utilisée comme indicateur de qualité de la gouvernance. D'autre part, ce test permet de comparer l'effet de ce mécanisme individuel par rapport à celui d'un ensemble de mécanismes, tel que prévu dans le code. Les résultats présentés en **annexe 7** montrent que la variable mesurant le pourcentage d'administrateurs indépendants est associée négativement à la gestion des résultats dans le modèle explicatif, mais cette variable n'est pas statistiquement significative. Cela confirme les résultats obtenus par Piot et Janin (2007) dans le contexte français. Par ailleurs, ces résultats montrent que le code de gouvernance, intégrant un ensemble de mécanismes, est plus efficace qu'un seul mécanisme pour limiter les pratiques de gestion des résultats. Par exemple, l'efficacité des administrateurs indépendants dépend aussi de la présence d'autres mécanismes de gouvernance permettant d'activer leur rôle. Cela va dans le sens d'une complémentarité des mécanismes de gouvernance.

Le troisième test de robustesse consiste à intégrer des effets fixes entreprise dans le modèle de recherche (modèle 1). L'objectif de ce test est de contrôler l'endogénéité dans le modèle et les risques de variables omises et de causalité inverse. Les résultats du test en **annexe 8** montrent que l'association entre le score de conformité et la gestion des résultats est toujours négative. La relation est significative pour trois des cinq mesures de gestion des résultats. Globalement, les analyses vont dans le sens de celles effectuées lors des tests du modèle 1.

Dans le dernier test, nous avons recalculé le modèle 3 en restreignant l'échantillon aux sociétés qui appliquent le code AFEP-MEDEF (103 entreprises). Les résultats de cette analyse, présentés dans **l'annexe 9**, sont qualitativement proches de ceux obtenus au § V.2.2 (tableau 6) et montrent une relation négative entre les sous-scores de conformité et la gestion des résultats. On constate toutefois que le lien avec la gestion des résultats apparaît moins

significatif pour le sous-score relatif aux mécanismes liés au conseil d'administration. En revanche, le lien avec le sous-score relatif aux mécanismes liés aux comités du conseil est toujours très significatif. Enfin, le lien avec le sous-score relatif aux dirigeants et aux rémunérations est toujours négatif, et non significatif. Ces résultats confirment donc globalement ceux obtenus précédemment à partir de l'échantillon complet.

VI. DISCUSSION ET CONCLUSION

Suite à la loi DDAC de 2008, les sociétés cotées françaises ont l'obligation de faire référence à un code de gouvernance d'entreprise, et de mettre en œuvre la règle « appliquer ou expliquer ». L'objectif de l'article est d'étudier si la disposition législative a modifié les pratiques de gestion des résultats comptables. Les résultats de l'étude sur la période [2006, 2013] montrent que les sociétés cotées du SBF120 ont renforcé leur mise en conformité au code à partir de 2009, et plus encore à partir de 2010. Le score moyen de conformité est passé de 35% en moyenne en 2008 à presque 70% en moyenne en 2013, montrant une mise en conformité au code progressive, mais effective, des sociétés de l'échantillon.

Par ailleurs, les analyses montrent un lien négatif et significatif entre le score de conformité et le niveau de gestion des résultats, plus particulièrement sur la période postérieure à la mise en application de la loi. Le lien concerne plus particulièrement les exigences du code liées au conseil d'administration et à ses comités spécialisés. En revanche, les exigences liées à l'information relative aux dirigeants et à leur rémunération ne semblent pas être associées à la gestion des résultats. Il apparaît également que la gestion des résultats est influencée négativement et significativement par l'amélioration du score de conformité entre les deux périodes [2006, 2009] et [2010, 2013]. Les résultats sont vérifiés à la fois pour les mesures de gestion comptable et de gestion réelle des résultats, et sont robustes à plusieurs tests complémentaires.

Ces analyses semblent donc confirmer le rôle disciplinaire de la nouvelle réglementation, susceptible d'améliorer les pratiques de gouvernance et d'exercer un effet contraignant sur la gestion des résultats. Cette étude montre ainsi le bénéfice tiré de la loi DDAC en termes de qualité de l'information financière. La loi aboutit à une amélioration de la conformité au code de gouvernance des sociétés françaises du SBF 120. Cette amélioration s'est faite de manière

progressive et laisse penser à un processus d'institutionnalisation des pratiques de gouvernance.

Le principe AOE repose sur la flexibilité d'application et l'efficacité du marché. Malgré la flexibilité offerte par le principe AOE, la pression institutionnelle associée à la loi DDAC a poussé les entreprises à améliorer progressivement leur conformité au code, conformément à la littérature relative à la conformité via le principe AOE. Par ailleurs, dans le contexte français, caractérisé par une faible protection des actionnaires minoritaires, nous observons que l'amélioration de la conformité provoquée par la loi a eu un effet significatif sur la qualité de l'information, mesurée par la gestion des résultats comptables. Ce résultat montre la capacité des acteurs du marché français à assurer un certain niveau d'efficacité de la conformité déclarée par l'entreprise, et à influencer les pratiques managériales de gestion des résultats.

Cette recherche complète la littérature relative à l'effet de la mise en œuvre d'un code de gouvernance selon le principe AOE sur la gestion des résultats. Cette question est peu étudiée au niveau international et les résultats des études menées sont contrastés. Notre travail présente plusieurs implications sur les plans théorique et pratique. Tout d'abord, dans le contexte français, nous observons le bénéfice en termes de qualité de l'information associé à l'obligation de référence à un code de gouvernance prévue par la loi DDAC de 2008. Ces résultats sur le marché français semblent différents de ceux obtenus par Price *et al.*, (2011) au Mexique et Haniffa et Hudaib (2006) en Malaisie. Ils se rapprochent des résultats de plusieurs études en Espagne (Del Brio *et al.*, 2006) et au Canada (Luo et Salterio, 2014). Cet effet positif peut s'expliquer par la capacité des acteurs du marché de s'assurer de l'efficacité des mécanismes de gouvernance mis en œuvre. L'efficacité des mécanismes fondés sur la théorie de l'agence, tels que prévu dans les codes, semble liée au contexte institutionnel où ils sont appliqués. Cela va dans le sens de la théorie sociale de l'agence développée par Wiseman *et al.*, (2012). Ce résultat met en évidence une limite de l'application de codes de gouvernance dans des contextes institutionnels où les marchés sont peu matures. Sur ces marchés, les acteurs ne sont pas en mesure d'évaluer la conformité et d'exercer une pression sur les entreprises afin de garantir l'efficacité de leur gouvernance.

Ensuite, l'étude confirme l'importance de la mise en place d'un ensemble de mécanismes de gouvernance, susceptible d'agir efficacement sur les pratiques managériales, et la gestion des résultats en particulier. Cela va dans le sens des travaux de Rediker et Seth (1995) et Desender

et al., (2013). Dans le contexte français, ce résultat complète l'étude de Piot et Janin (2007), où la variable d'indépendance du comité d'audit n'était pas en mesure d'influencer seule la gestion des résultats.

Enfin, il apparaît que certaines recommandations du code agissent plus efficacement sur la gestion des résultats. En l'espèce, nous observons que les recommandations liées au conseil de direction et aux comités spécialisés exercent une pression sur la gestion des résultats, alors que les recommandations liées aux dirigeants et à leurs rémunérations semblent n'avoir pas d'effet sur les pratiques comptables. Ce résultat peut s'expliquer par l'effet ambigu des mécanismes liés à la rémunération sur la gestion des résultats. Ces mécanismes peuvent en effet agir comme des incitations à la gestion des résultats. Par ailleurs, les codes de gouvernance répondent à des objectifs multiples, tels que la performance et la transparence. Les recommandations liées aux dirigeants et à leurs rémunérations sont susceptibles d'influencer la performance, plutôt que la gestion des résultats.

Ce travail présente plusieurs voies d'amélioration et perspectives de recherche. Tout d'abord, la taille de l'échantillon constitue une limite à la généralisation des résultats de l'étude à l'ensemble du marché français. Il serait intéressant d'étudier l'effet de la réglementation sur des sociétés plus petites, susceptibles de tirer encore un plus grand bénéfice d'une amélioration de leurs pratiques de gouvernance. Ensuite, l'étude confirme l'impact positif de la conformité au code dans le cadre du principe AOE. Cela invite à étudier dans un second temps l'effet du choix « expliquer » sur les pratiques managériales. Enfin, il pourrait être intéressant d'analyser les effets de complémentarité entre les modalités de gestion des résultats (gestion comptable vs gestion réelle), afin de déterminer si la réglementation a eu un effet sur ces modalités.

VII. ANNEXES

Annexe 1- Liste des exigences composant le score de conformité au code

1. Exigences liés au conseil d'administration :
 - 1.1. La société déclare la durée de mandat des administrateurs ;
 - 1.2. la durée de mandat des administrateurs déclaré par la société est inférieure à 4 ans ;
 - 1.3. la société déclare le nombre d'actions détenues par les administrateurs ;
 - 1.4. la société respecte le pourcentage des administrateurs indépendants (selon le code MEDEF-AFEP, la part des administrateurs indépendants doit être de la moitié des membres du conseil dans les sociétés au capital dispersé et dépourvues d'actionnaires de contrôle. Dans les sociétés contrôlées, la part des administrateurs indépendants doit être d'au moins un tiers) ;
 - 1.5. la société respecte le pourcentage d'au moins 20% de femmes dans les conseils ;
 - 1.6. la société fournit des informations personnelles sur les administrateurs (leurs âges et leurs fonctions exercés dans d'autres sociétés) ;
 - 1.7. la société fournit des informations sur le nombre des séances du conseil d'administration tenues au cours de l'exercice ;
 - 1.8. la société fournit des informations sur l'assiduité d'administration aux séances du conseil ;
 - 1.9. la société indique que leur conseil d'administration ou de surveillance est doté d'un règlement intérieur ;
 - 1.10. la société indique avoir fait référence à un code de gouvernance d'entreprise.
2. Exigences liés aux comités de conseil :
 - 2.1. la société indique avoir au moins trois comité (comité d'audit, de nomination et de rémunérations) ;
 - 2.2. la société déclare avoir au moins un comité d'audit (nous trouvons des comités d'audit sous différentes formes par exemple, audit et prévention des risques, audit et finance, comptes et audit ou audit et contrôle interne). Cette variable est estimée à partir de documents de référence publiés par les entreprises;
 - 2.3. la société respecte le part des administrateurs indépendants dans le comité d'audit (doit être au moins de deux tiers), Cette variable est estimée à partir de documents de référence publiés par les entreprises ;
 - 2.4. la société indique avoir un comité d'audit distinct. Cette variable est estimée à partir de la base de données IODS ;
 - 2.5. la société respecte le part des administrateurs indépendants dans le comité d'audit distinct. Cette variable est estimée à partir de la base de données IODS ;
 - 2.6. la société indique avoir au moins un comité unique de rémunération et nomination ;
 - 2.7. la société indique avoir un comité de nomination distinct ;
 - 2.8. la société respecte le part des administrateurs indépendants dans le comité de nomination distinct ;
 - 2.9. la société indique avoir un comité de rémunération distinct ;
 - 2.10. la société respecte le part des administrateurs indépendants dans le comité de rémunération distinct.

3. Exigences liés aux dirigeants et leurs rémunérations:
 - 3.1. la société indique que le nombre de mandat de dirigeant inférieurs à 4 ;
 - 3.2. la société déclare sa politique de répartition des rémunérations en partie fixe et en partie variable. Le code AFEP-MEDEF précise que le chapitre du rapport annuel consacré aux rémunérations des dirigeants doit présenter les règles d'attribution variable de la partie variable des rémunérations et des informations sur l'application de ces règles ;
 - 3.3. la société déclare sa politique d'attribution des stock-options au dirigeant (directeur général ou président du directoire). Le code AFEP-MEDEF précise que le chapitre du rapport annuel consacré aux rémunérations des dirigeants doit présenter les règles d'attribution des stock-options et des informations sur l'application de ces règles;
 - 3.4. la société indique la valeur de stock-options attribuées ;
 - 3.5. la société déclare sa politique d'attribution d'actions de performance au dirigeant (directeur général ou président du directoire) Le code AFEP-MEDEF précise que le chapitre du rapport annuel consacré aux rémunérations des dirigeants doit présenter les règles d'attribution d'actions de performance et des informations sur l'application de ces règles ;
 - 3.6. la société indique la valeur d'actions de performance attribuées ;
 - 3.7. la société déclare que le dirigeant (directeur général ou président du directoire) n'est pas lié par un contrat de travail ;
 - 3.8. s'il existe une clause de non concurrence, la société indique que l'indemnité qu'elle prévoit doit être comprise dans le plafond de deux ans de rémunération.

Annexe 2- Constitution des groupes sectoriels des échantillons d'estimation et d'étude

Secteur d'activité	Échantillon d'estimation des mesures de gestion des résultats	Echantillon d'étude	Secteur d'activité regroupé	Échantillon d'estimation des mesures de gestion des résultats	Echantillon d'étude
Matières premières	25	6	Matières premières et services aux collectivités	44	18
Pétrole et Gaz	8	4			
Services aux collectivités	11	8			
Biens de consommation	81	20	Biens de consommation	81	20
Services aux consommateurs	69	24	Services aux consommateurs et télécommunications	73	25
Télécommunications	4	1			
Santé	35	10	Santé	35	10
Industrie	93	28	Industrie	93	28
Technologie	80	15	Technologie	80	15
Total	406	116	Total	406	116

Annexe 3- Les variables utilisées dans les modèles explicatifs de la gestion des résultats

SC	le score de conformité de la structure de gouvernance de la société au code de gouvernance en valeur relative (valeurs absolues divisé score par 28)
SC.CA	sous-score/ sous -groupes de conformité aux exigences de code liés au conseil d'administration divisé par 10
SC.CC	sous-score/ sous -groupes de conformité aux exigences de code liés aux comités de conseil divisé par 10
SC.DR	sous-score/ sous -groupes de conformité aux exigences de code liés aux dirigeants et leurs rémunérations divisé par 8
VarSC	la différence en valeur relative entre la moyenne du score de conformité sur la période [2010, 2013] et la moyenne du score de conformité sur la période [2006, 2009]
SC06	le score de conformité de l'entreprise en valeur relative en 2006
DW	la valeur absolue des <i>accruals</i> discrétionnaires calculés selon le modèle de Dechow et Dichev (2002)
KOT	la valeur absolue des <i>accruals</i> discrétionnaires calculés selon le modèle de Kothari et al. (2005)
CF	la valeur absolue de flux de trésorerie discrétionnaire anormale mesurée par le modèle (C)
PROD	la valeur absolue des coûts de production anormaux mesurés par mesurées par le modèle (D)
DEP	la valeur absolue de dépenses discrétionnaires anormales mesurées par le modèle (E)
LOGTA	le logarithme du montant des actifs en milliers d'Euros
DTA	le ratio Dettes/Total des actifs
MB	le ratio valeur boursière/valeur comptable des capitaux propres de l'entreprise.
CONT	variable dichotomique représente une mesure de concentration d'actionnariat proposée par le code MEDEF. Il Égale à 1 si le principal actionnaire détient plus de 49% des droits de vote, 0 sinon.
AUD	variable de contrôle dichotomique, égale à 1 si l'entreprise a deux auditeurs de Big4, 0 sinon
ICBi	variable de contrôle dichotomique, égale à 1 si le secteur d'activité est dans la classification i, 0 sinon
MLOGTA	la moyenne des logarithmes du montant des actifs en milliers d'euros sur la période [2010, 2013]
MDTA	la moyenne des ratios des Dettes/Total des actifs sur la période [2010, 2013]
MMB	la moyenne des ratios des valeurs boursière /la valeur comptable des capitaux propres de l'entreprise sur la période [2010, 2013]
AdI	le pourcentage d'administrateurs indépendants au sein du conseil de direction

Annexe 4- Corrélations entre les variables des modèles 1 et 3 (N = 928)

Probability	DW	KOT	CF	PROD	DEP	SC	SC.CC	SC.CA	SC.DR	LOGTA	DTA	MB
DW	1											
KOT	0.216***	1										
CF	0.245***	0.571***	1									
PROD	0.064*	0.023	0.123***	1								
DEP	0.093***	0.052	0.094***	0.695***	1							
SC	-0.169***	-0.148***	-0.124***	-0.079**	-0.097***	1						
SC.CC	-0.174***	-0.169***	-0.139***	-0.101***	-0.125***	0.862***	1					
SC.CA	-0.205***	-0.184***	-0.147***	-0.093***	-0.111***	0.801***	0.429***	1				
SC.DR	-0.082**	-0.057	-0.054*	-0.026	-0.035	0.878***	0.420***	0.303***	1			
LOGTA	-0.264***	-0.249***	-0.261***	-0.179***	-0.196	0.220***	0.369***	0.330***	0.034	1		
DTA	0.006	0.052	0.147***	0.02	-0.081**	0.037	-0.003	0.003	0.074**	-0.117***	1	
MB	0.141***	0.200***	0.419***	0.083*	-0.024	-0.044	-0.071**	-0.082***	0.016	-0.373***	0.396***	1

Annexe 5- Corrélations entre les variables du modèle 2 (N = 116)

Probability	MDW	MKOT	MCF	MPROD	MDEP	MLOGTA	MDTA	MMB	SC06	VarSC
MDW	1.00									
MKOT	0.48***	1.00								
MCF	0.37***	0.82***	1.00							
MPROD	0.05	0.00	0.14	1.00						
MDEP	0.05	0.01	0.07	0.78**	1.00					
MLOGTA	-0.39***	-0.38***	-0.33***	-0.17	-0.12	1.00				
MDTA	0.08	0.23**	0.30***	-0.02	-0.14	-0.101*	1.00			
MMB	0.18***	0.30***	0.53***	0.07	-0.10	-0.32***	0.35***	1.00		
SC06	-0.35***	-0.42***	-0.33***	-0.09	-0.11	0.36**	-0.15	-0.11	1.00	
VarSC	-0.44***	-0.25***	-0.18**	-0.18*	-0.22**	0.39***	0.03	-0.07	-0.181**	1

Annexe 6- Test de robustesse de lien entre la gestion des résultats et l'évolution du score de conformité entre la période [2006, 2008] et la période [2009, 2013]

Variable	MDW09	MKOT09	MCF09	MPROD09	MDEP09
C	7.00%**	7.79%**	4.79%**	14.74%*	12.04%***
VarSC09	-3.81%***	-2.23%	-5.32%**	-14.39%	-15.70%***
SC06	-4.28%**	-4.13%	-2.60%	7.90%	-0.98%
MLOGTA09	-0.32%***	-0.32%**	0.07%	0.47%	0.26%
MDTA09	2.31%***	1.36%	0.05%	-4.75%	1.40%
MMB09	0.77%**	0.64%	1.44%**	-1.33%	0.42%
CONT	0.31%	-0.19%	-0.24%	4.17%**	1.85%***
AUD	-0.57%**	-0.02%	-0.36%	-1.43%	-2.45%***
ICB	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé
Année	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé
N	116	116	116	116	116
R ² ajusté	0.37	0.18	0.19	0.21	0.42

Annexe 7- Test de robustesse en remplaçant le score de conformité par le pourcentage d'administrateurs indépendants au conseil

Variable	DW	KOT	CF	PROD	DEP
C	5.18%***	8.86%***	5.08%*	16.46%**	21.00%***
AdI	0.01%	-0.39%	-0.43%*	-0.89%	-0.72%
LOGTA	-0.32%***	-0.60%***	-0.40%	-1.19%	-1.65%**
DTA	-0.28%	-0.41%	0.20%	0.90%	-1.21%
MB	0.11%	0.42%***	1.27%***	0.38%	-0.70%
CONT	0.33%	-0.55%	-0.12%	5.45%**	-0.19%
AUD	0.34%	-0.50%	0.28%	5.68%***	3.03%
ICB (secteur)	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé
Année	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé
N	928	928	928	928	928
R ² ajusté	0.11	0.13	0.22	0.29	0.32

Annexe 8- Test de robustesse en intégrant des effets fixes entreprise dans le modèle

Variable	DW	KOT	CF	PROD	DEP
C	6.99%**	4.74%	5.85%	-2.69%	-1.29%
SC	-0.52%	-1.44%**	-1.38%***	-0.95%	-2.59%***
LOGTA	-0.57%	-0.04%	-0.19%	2.70%**	2.11%**
DTA	-0.37%	-1.06%*	-1.07%**	-1.16%	-1.47%*
MB	0.04%	0.07%	0.57%***	1.19%***	0.99%***
AUD	0.86%	0.34%	0.26%	-12.16%***	-4.88%
ICB (secteur)	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé
Année	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé
N	928	928	928	928	928
R ² ajusté	0.34	0.50	0.67	0.84	0.86

Annexe 9- Test de robustesse de lien entre la gestion des résultats et le sous-score de conformité, échantillon réduit aux sociétés qui appliquent le code AFEP-MEDEF (103 entreprises)

Variable	DW	KOT	CF	DEP	PRODD
C	5.89%***	9.05%***	5.93%***	26.14%***	22.91%***
SC.CA	-1.14%*	-3.17%***	-1.29%	-9.21%***	-3.48%
SC.CC	-2.20%***	-3.08%*	-2.41%*	-15.15%***	-16.15%***
SC.DR	-0.17%	1.47%	-0.71%	-2.78%	-3.39%
LOGTA	-0.26%***	-0.46%***	-0.30%***	-1.01%***	-0.53%
DTA	-0.15%	-1.30%***	-1.53%***	-0.63%	-2.88%
MB	1.22%***	-0.47%	1.22%***	-0.47%	0.31%
CONT	0.31%*	-0.55%*	-0.66%*	-0.72%	4.44%***
AUD	-0.39%*	0.44%	-0.14%	-2.98%***	-5.24%***
ICB (secteur)	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé
Année	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé	Contrôlé
N	103	103	103	103	103
R ² ajusté	0.13	0.19	0.22	0.36	0.35

CHAPITRE IV

L'institutionnalisation des codes de
gouvernance en France et leur impact sur
la performance financière,
le cas des sociétés du SBF 120

Résumé : Deux décennies après la publication du premier code de gouvernance (CG) en France (rapport Viénot 1), le débat public sur l'efficacité et le contenu de ces CG continue. Par contre, les études empiriques traitant le contexte français, ne fournissent pas assez de réponses sur une question fondamentale concernant l'impact de l'institutionnalisation de CG en France sur la performance. L'objectif de cet article est d'étudier la relation entre la conformité au code et la performance financière, en particulier suite à l'adoption de la Loi DDAC de 2008 qui met en œuvre la règle « appliquer ou expliquer » dans l'application du code, dans la perspective de compléter le manque dans la littérature et de participer à enrichir le débat concernant l'efficacité des CG.

Les résultats de notre étude sur les sociétés cotées du SBF120 pour la période (2006-2013) montre que la conformité au CG et l'amélioration de cette conformité, suite à la loi DDAC, sont positivement associées à la performance comptable historique publiée par l'entreprise. Toutefois, la stratégie d'institutionnalisation des CG en France, appuyée par différents acteurs économiques influents comme l'AMF, l'AFEP et le MEDEF ne semble pas avoir réussi à atteindre son objectif, de fait la conformité au CG n'est pas valorisée par les investisseurs comme structure efficace de gouvernance. Ainsi, suite à l'application du principe AOE par la loi, la conformité au CG ne semble pas être valorisée par les investisseurs.

Abstract : Two decades after the publication of the first code of governance (CG) in France (report Viénot 1), public debate on the effectiveness and the content of CG is contained, but empirical studies addressing the French context, does not provide enough answers to a fundamental questions regarding the impact of the CG institutionalization in France on the performance. Thus, in view to complete the gap in the literature and to participate in enriching the debate concerning the effectiveness of CG, we study the relationship between compliance with the Code and financial performance, particularly, following the adoption of the DDAC Act 2008 which implements the "comply or explain" principal. The results of our study on listed companies of the SBF 120 for the period (2006-2013) shows that compliance with the CG are positively associated with accounting performance published by the companies. However, the strategy of CG institutionalization in France, supported by various influential economic actors as the AMF, the AFEP and MEDEF not seem to have succeeded in achieving its objective, in fact compliance with the CG is not valued by investors as indicator an effective governance structure.

I. INTRODUCTION

La publication de codes de gouvernance en France sous forme de rapports proposant des principes et des recommandations de meilleures pratiques volontaires en matière de gouvernance d'entreprise a commencé dès 1995, avec le rapport Viénot 1 (Wirtz, 2004a). Toutefois, jusqu'en 2008, les entreprises n'avaient aucune obligation légale de se référer à ces rapports ou à une autre référence en matière de gouvernance (Wirtz, 2008a). Ce n'est qu'à partir de 2008 que la référence systématique à un code de gouvernance et l'application du principe AOE vont devenir obligatoires, avec la loi du 3 juillet 2008 portant diverses dispositions d'adaptation du droit des sociétés au droit communautaire (dite « loi DDAC ») (Refait-Alexandre et al., 2014). L'objectif de la loi est de motiver les entreprises françaises à améliorer leurs pratiques de gouvernance et la qualité des informations diffusées au sujet de ces pratiques. Un des bénéfices attendu de cette loi est d'améliorer la performance des entreprises. Ce bénéfice s'explique par la capacité de l'approche AOE à contraindre les entreprises à améliorer leur conformité aux codes des meilleures pratiques. Dans la théorie, une amélioration effective des pratiques de gouvernance doit se répercuter sur la performance des entreprises (Fama et French, 1998; Smith et Walter, 2006; Weber, 2011).

L'efficacité de la mise en place des CG par le principe AOE a fait l'objet de plusieurs études (Alves et Mendes, 2004; Goncharov et al., 2006; Renders et al., 2010; Rose, 2016; Tariq et Abbas, 2013). Ces études montrent que la capacité des CG à influencer la performance dépend de plusieurs facteurs dont le contexte institutionnel du pays. Par ailleurs, la relation entre la performance et la conformité dans une approche volontaire ouvre la question sur la capacité des dirigeants à utiliser la conformité pour justifier leur performance et défendre la légitimité de leur performance (MacNeil et Xiao Li, 2006).

La question sur la capacité des CG à influencer la performance se pose notamment dans le contexte français où l'application du principe AOE ne s'est faite qu'en 2008, avec la mise en place de la loi DDAC qui représente une approche souple (soft law) d'application des codes. En outre, les caractéristiques coercitives de la loi de DDAC restent moins contraignantes que celles d'autres pays européens comme l'Allemagne en 2004 (Nietsch, 2005), ou l'Angleterre 1998 (Arcot et al., 2005). La loi DDAC permettant en effet aux entreprises de ne pas adopter un code à condition d'expliquer ce choix, le choix du code étant également laissé à l'entreprise au contraire de la majorité des pays européens²⁶.

²⁶Dans leur AMF 2016 sur 10 pays dont la France, seulement dans 3 pays (France, Finlande et Suède) leur code sont construit autour d'un seul type de règles – des recommandations – qui ont toutes la même portée. Au

Par ailleurs, à l'instar des pays de droit civil, la France est réputée moins protectrice pour les actionnaires que les pays de droit commun tels que les Etats-Unis (La Porta et al., (1997, 2000). les études comparant les CG entre pays trouve montre que les CG sont plus efficace dans les pays de droit commun que dans les pays à droit civil (Aguilera et Cuervo-Cazurra, 2004; Renders et al., 2010; Zattoni et Cuomo, 2008). La question qui se pose est donc la capacité du marché français à assurer un niveau suffisant d'efficience de la conformité déclarée par l'entreprise pour améliorer sa performance. Les rapports annuels publiés sur la gouvernance d'entreprise en France par l'AMF et les associations AFEP-MEDEF témoignent d'une amélioration annuelle et contenue de la conformité.

Cette recherche a pour objectifs d'étudier, d'une part, la capacité de la conformité aux recommandations des CG à influencer la performance des entreprises et l'impact de l'amélioration de la conformité suite à la loi DDAC sur la performance des sociétés françaises cotées. D'autre part, elle s'interroge sur les composantes du code capables d'influer sur la performance. La présente recherche vise donc à répondre aux deux questions de recherche suivantes :

- La conformité aux CG a-t-elle eu un impact sur la performance des sociétés cotées françaises? La question se pose en particulier de l'amélioration de la conformité déclarée suite à la loi DACC de 2008.
- Quelles sont les recommandations prévues dans le code de gouvernance ayant un effet sur la performance?

Pour répondre à ces questions, nous avons conduit une étude empirique sur un échantillon de 116 sociétés françaises cotées issues de l'indice SBF120 sur la période [2006, 2013]. Les résultats montrent que l'entrée en vigueur de la loi DDAC s'est traduite par une amélioration très nette du niveau de conformité au code de gouvernance entre la période [2006, 2009] et la période [2010, 2013]. Cependant, nous constatons que l'amélioration du score de conformité au code est uniquement associée à une seule mesure de performance (ROA). Les analyses montrent également un effet significatif des recommandations liées aux conseils de direction alors que les recommandations liées aux rémunérations des dirigeants ne semblent pas avoir d'effet significatif sur la performance (ROA).

La présente recherche contribue à l'étude de l'impact d'un code de gouvernance fondé sur le principe AOE sur la performance de deux façons. Premièrement, il n'existe pas à notre connaissance, de travaux analysant l'influence de la conformité à la loi DDAC sur la

contraire 7 pays (Allemagne, Belgique, Espagne, Italie, Luxembourg, Pays-Bas et Royaume-Uni) leurs codes sont structuré selon une hiérarchie de règles de portée distincte.

performance des entreprises. Deuxièmement, bien que la littérature confirme le fait que l'efficacité des CG varie selon le contexte institutionnel et la mesure utilisée d'efficacité, le contexte français présente des particularités propres, qui s'expliquent par les fondements historiques du système de gouvernance dans lequel l'Etat joue un rôle majeur (Wirtz, 2004a, 2008b). Une autre particularité du système français repose sur la possibilité de choisir entre trois modèles de direction : (i) dissocier les fonctions de directeur général et de président de conseil d'administration, (ii) ou, cumuler les fonctions de directeur général et de président de conseil d'administration (PDG) (iii) avoir un comité de surveillance et un comité de direction, en sachant que le troisième modèle est peu utilisé en France, alors qu'il est le modèle unique et obligatoire en Allemagne.

Enfin, les résultats de cette recherche semblent confirmer l'existence de limites dans les bénéfices tirés de ce renforcement réglementaire, en termes d'amélioration des pratiques de gouvernance et de performance financière. Elle suggère également que certaines recommandations du code agissent plus particulièrement sur la performance, ce qui ouvre des perspectives de recherches sur l'effet global des codes ainsi que sur la pertinence du renforcement de la conformité par la loi. De plus, cela permet de mettre en question l'efficacité de certaines recommandations liées aux rémunérations censées influencer la performance.

II. L'INSTITUTIONNALISATION DES CODES DE GOUVERNANCE EN FRANCE

Le processus d'institutionnalisation de CG en France a été le résultat de deux facteurs. Le premier est le contexte international d'émergence de CG qui a eu un impact direct sur les recommandations adoptées par ces CG (Charreaux et Wirtz, 2007; Wirtz, 2004a). Selon Wirtz (2004), le premier rapport Vienot 1 était un prototype du code de Cadbury (1982)²⁷. La seconde série de facteurs est liée au contexte institutionnel français. Compte tenu de ces facteurs, nous présenterons dans la section suivante, tout d'abord le contexte international de l'émergence de CG et ensuite, nous présenterons le contexte français qui représente le sujet de notre étude.

²⁷ Le rapport de Cadbury (1992) intitulé « Financial aspects of corporate governance »

II.1. Le développement historique des CG au niveau international

À partir des années 1990, à la suite des nombreuses crises financières successives et de changements institutionnels dans l'environnement des entreprises, il y a eu une remise en question de l'efficacité des structures de gouvernance existantes. Plusieurs acteurs économiques ont lancé des initiatives en matière de gouvernance comme autant de réponses institutionnelles à ces changements. Ces initiatives ont pris la forme de codes de meilleures pratiques en matière de gouvernance. Cette tendance a commencé de manière concrète en Europe avec le rapport Cadbury de 1992 au Royaume-Uni (Aguilera et Cuervo-Cazurra, 2004; Enrione et al., 2006). Keasey et al. (2005) suggèrent que la réforme de la gouvernance d'entreprise au Royaume-Uni a commencé avec la création du Comité Cadbury en réponse à trois questions principales : la performance financière, les défaillances d'entreprises et la rémunération excessive des dirigeants. Le rapport Cadbury constitue le premier code proposant le principe « appliquer ou expliquer » (désormais noté AOE) comme base d'application de recommandations en terme de gouvernance d'entreprise. Le principe AOE suppose que les entreprises se conforment aux recommandations du code, ou à défaut apportent une explication au non-respect de certaines recommandations. La mise en place de codes s'est généralisée dans le monde, si bien qu'à fin 2014, 91 pays avaient mis en place 345 codes différents de bonne gouvernance (Cuomo et al., 2015).

Dans la littérature, on trouve un consensus concernant deux aspects de ces codes (Aguilera et Cuervo-Cazurra, 2009; O'Shea, 2005; Wirtz, 2004a). Leur premier point commun est leur nature. Ces codes sont en effet fondamentalement construits sur l'approche actionnariale disciplinaire de la gouvernance qui trouve son origine dans la théorie de l'agence. La plupart de ces codes ont ainsi explicitement ou implicitement des recommandations relatives aux mécanismes susceptibles de discipliner les dirigeants et aux exigences visant à apporter des solutions aux problèmes d'asymétrie d'information entre les dirigeants et les actionnaires. Leur second point commun repose dans l'approche volontaire d'application présentée sous la forme du principe AOE. Le principe AOE comme méthode de réglementation joue actuellement un rôle très important dans différents domaines du monde des affaires (Sergakis, 2014). L'apparition de cette approche est liée directement à l'histoire des codes de gouvernance. Dans les études empiriques et théoriques sur les codes de gouvernance, nous trouvons un consensus sur le rôle du principe AOE dans l'amélioration de la conformité aux codes mais

aussi dans l'accélération de la publication des codes et dans le processus d'institutionnalisation de ces codes (Aguilera et Cuervo-Cazurra, 2004; Enrione et al., 2006; Hooghiemstra et Van Ees, 2011).

II.2. Les codes de gouvernance en France

Dans le cadre d'un mouvement international de publication des CG et suite à plusieurs changements intentionnels structurels dans l'économie française durant les années 1980-1990 lié à la privatisation et l'ouverture de marché et dans le contexte international d'élaboration de codes de gouvernance, le débat sur les codes de bonne gouvernance s'est officiellement ouvert assez tôt, à partir de 1995, par la publication du rapport Viénot 1. Ce rapport a été suivi par des nouvelles versions : le rapport Viénot 2 en juillet 1999, le rapport Bouton en 2002 ainsi que le rapport de l'AFEP-MEDEF²⁸ de 2003, ce dernier s'inscrivant dans une perspective de consolidation des rapports de 1995, 1999 et 2002 (Godard et Schatt, 2005; Wirtz, 2004a). Ce sont ces rapports qui ont construit la base du code AFEP-MEDEF de décembre 2008.

II.2.1. Le contenu de CG en France

Le développement d'exigences adoptées dans ces rapports montre que les exigences et recommandations confirment la domination de l'approche disciplinaire actionnariale de gouvernance (Wirtz, 2004a) et montre que les CG en France partagent les mêmes fondements que les codes au niveau international (Charreaux et Wirtz, 2007). Ces codes proposent en effet des recommandations relatives aux mécanismes susceptibles de discipliner les dirigeants et visent à apporter des solutions aux problèmes d'asymétrie d'information entre les dirigeants et les actionnaires. Par ailleurs, cette domination se manifeste par le renforcement ou l'augmentation des exigences associées à chaque nouvelle version. Par exemple, le nombre d'administrateurs indépendants initialement préconisé dans le rapport Viénot 1 (alors au nombre de deux) a progressivement augmenté. Ainsi, le rapport Bouton préconise que ces administrateurs indépendants représentent le tiers du nombre total d'administrateurs, tandis que, dans le rapport AFEP-MEDEF, il est préconisé que les administrateurs indépendants représentent la moitié du nombre total dans les sociétés à actionnariat dispersé (Wirtz, 2008a).

²⁸ Association Française des Entreprises Privées (AFEP) et Mouvement des Entreprises de France (MEDEF)

II.2.2. L'approche adoptée pour la mise en œuvre de CG en France

Les codes publiés par AFEP-MEDEF n'avaient aucune valeur juridique et jusqu'en 2008, les entreprises n'avaient aucune obligation de se référer à ces rapports ou à un autre référentiel de gouvernance Wirtz (2008a).

En 2008, la loi DDAC transpose la quatrième directive européenne en droit des sociétés. Cette loi précise que « les sociétés dont les titres financiers sont admis aux négociations sur un marché réglementé sont tenues de se conformer ou d'expliquer leur non-conformité au regard d'un code de gouvernance d'entreprise élaboré par une organisation représentative des entreprises »²⁹. La loi permet aux sociétés de ne pas se rattacher à un tel code, mais dans ce cas elles doivent expliquer ce choix et indiquer les règles de gouvernance retenues en complément des exigences légales.

Cette approche trouve sa justification dans deux hypothèses sous-jacentes, selon MacNeil et Li (2006). D'une part, la flexibilité qui permet d'ajuster les caractéristiques spécifiques aux différentes entreprises et, d'autre part, l'hypothèse selon laquelle les marchés financiers suivent et évaluent le niveau de conformité au code. La flexibilité offerte par le principe AOE peut expliquer le fait que le principe AOE est l'approche la plus répandue pour mettre en place des codes de gouvernance (Aguilera, 2009).

Cette approche volontaire se distingue d'une approche plus coercitive consistant à obliger les entreprises à adopter les codes de gouvernance. Selon Maassen et al., (2004) et Aguilera (2009), l'approche obligatoire est moins répandue, même si elle a été retenue aux États-Unis avec la loi SOX de 2002 et aux Émirats Arabes Unis avec le code de gouvernance de 2009. Le principe sous-jacent de cette approche est que les pratiques de gouvernance d'entreprise ont besoin d'être obligatoires afin d'éviter les scandales dévastateurs observés dans les années 2000.

Suite à la loi DDAC, le code de gouvernance d'entreprise AFEP-MEDEF est publié en décembre 2008. C'est la première fois que leur rapport s'intitule « code ». Il regroupe les principes de gouvernement d'entreprise résultant de la consolidation du rapport AFEP-MEDEF publié en 2003 et de leurs recommandations de janvier 2007 et d'octobre 2008 sur la rémunération des dirigeants mandataires sociaux des sociétés cotées. Ce code a fait l'objet de deux actualisations en 2010 et 2013. L'actualisation d'avril 2010 a permis d'intégrer une recommandation relative à la représentation des femmes au sein des conseils. Celle de juin

²⁹ Loi n° 2008-649 du 3 juillet 2008, insérant un nouvel alinéa 7 à l'art. L. 225-37 du Code de commerce français, suite à la transposition de la quatrième directive européenne en droit des sociétés.

2013 a introduit une procédure de consultation des actionnaires sur les éléments de la rémunération individuelle des dirigeants mandataires sociaux (say on pay), le renforcement de l'encadrement des rémunérations, la réduction du nombre de mandats ainsi que l'amélioration du contrôle de l'application du code. Le Code AFEP-MEDEF a été adopté par la plupart des grandes sociétés françaises cotées.

III. CODE DE ET PERFORMANCE : REVUE DE LITTÉRATURE ET HYPOTHESES

La capacité de la conformité aux recommandations proposées par les CG à améliorer la performance trouve son justificatif théorique dans la théorie d'agence (Rose, 2016; Stiglbauer et Velte, 2012; Tariq et Abbas, 2013). Dans cette perspective, les CG partagent des recommandations telles que la présence d'administrateurs indépendants, de comités spécialisés indépendants, la limitation du nombre de mandats des dirigeants et des administrateurs (Aguilera et Cuervo-Cazurra, 2004; Gregory, 2002; Wirtz, 2008a). L'objectif principal de ces recommandations est de traiter les problèmes d'agence (l'asymétrie d'information et le conflit d'intérêts) afin de minimiser les coûts d'agence dans le but final de maximiser les « créances résiduelles » des actionnaires. Selon Wiseman et al., (2012), la nature des relations observées dans le cadre de la théorie de l'agence et l'efficacité des recommandations issues de cette théorie dépendent largement de l'environnement institutionnel. Ces auteurs proposent ainsi la notion de « théorie sociale de l'agence » en envisageant le contexte institutionnel comme une variable modératrice des relations d'agence. En particulier, le contexte institutionnel est susceptible d'influencer l'efficacité des codes de gouvernance et leur impact sur la qualité de l'information financière.

III.1. L'influence de la loi DDAC sur la performance des sociétés françaises cotées

Dans la perspective de la théorie d'agence, l'adoption des mécanismes proposés par les codes peut être un instrument utile pour réduire l'asymétrie d'information entre les dirigeants et les autres parties prenantes (Parum, 2005) et peut ainsi réduire l'incertitude des investisseurs

(Fama et French, 1998). Selon Weber, (2011), la conformité aux codes peut être perçue comme un instrument de valorisation, complétant le rôle des informations financières publiées par l'entreprise. De ce fait, le degré de conformité aux codes est susceptible d'être associé à la baisse des coûts d'agence en réduisant les conflits d'intérêts et de diminuer les coûts de surveillance des dirigeants et de recherche d'informations (Smith et Walter, 2006). Dans la même perspective, les différents mécanismes disciplinaires de gouvernance inclus dans les CG constituent un ensemble de contraintes qui limitent la capacité des dirigeants opportunistes à recourir à la GR (e.g., Fama, 1980; Fama et Jensen, 1983; Shleifer et Vishny, 1986; Williamson, 1988).

Dans le contexte portugais, Alves et Mendes (2004) ont étudié la relation entre la conformité des sociétés cotées au code portugais et la performance mesurée par le rendement ajusté du risque. Le code portugais de 1999 était fondé sur les principes d'OECD de 1999 et consiste en 18 recommandations. L'étude analysait la période de 1998 à 2001 en utilisant un variable binaire égale à 1 si la société est conforme aux recommandations et égale à 0 dans le cas contraire. Les auteurs montrent que le niveau de la conformité a augmenté progressivement au cours des années d'étude avec une relation positive entre la conformité et la mesure de performance.

Goncharov et al., (2006) ont étudié l'impact de la conformité de l'entreprise allemande sur la performance boursière. Leur échantillon comprenait des grandes sociétés cotées à l'indice DAX30 et MDAX. Plusieurs mesures de performance ont été utilisées dans cette étude comme le rendement boursier, le changement du prix d'action, le bénéfice par action ainsi que le changement dans le bénéfice par action. Les résultats de ce travail ont montré une relation positive entre la conformité au CG et la performance financière.

Le lien entre la conformité et la performance financière a été également étudié au Pakistan par Tariq et Abbas (2013), qui ont évalué l'efficacité du Code pakistanais dans la gouvernance d'entreprise à l'aide d'un panel de 119 entreprises pendant 8 ans. Ils ont construit un score où chaque exigence est notée entre zéro et cinq en fonction de la qualité de l'information signalée. La performance est mesurée par le ROA, le ROE et le ROCE (rentabilité des capitaux investis) ainsi que par bénéfice par action (EPS). Les résultats ont démontré un lien positif et significatif entre la conformité et la performance financière.

Une étude récente de Rose (2016), a analysé l'impact de la conformité au code danois et la performance de la société mesurée par le ROA et le ROE. Ensuite, en regroupant les

recommandations en différents sous scores, ils trouvent que l'effet de la conformité est plus significatif dans le cas de deux groupes de recommandations : la composition du conseil d'administration et la politique de rémunération.

Par contre, plusieurs études ne trouvent pas un effet significatif entre la conformité au code et la performance. Par exemple Jahn et al., (2011), Stiglbauer et Velte, 2012, Nowak et al., (2005) en Allemagne ; Haniffa et Hudaib (2006) en Malaisie ; Price et al., (2011) au Mexique. Ou d'autres études ont fourni des mêmes résultats (mitigés) comme McKnight et Weir (2009) et Weir et al., (2002) au Royaume-Uni.

Plusieurs explications sont proposées par Bress (2008), Bassen et al., (2006), Stiglbauer (2010) et Renders et al., (2010) afin de comprendre les contradictions des résultats. Tout d'abord, différents modèles d'estimations, différentes périodes d'observation et des échantillons divers sont utilisés dans les études ce qui rend difficile la comparaison des résultats entre des différentes études. De plus, plusieurs études ne prennent pas en compte les changements dans les entreprises qui composent les indices boursiers dans le temps dans leurs comparaisons des résultats avec des études traitants le même contexte institutionnel. Stiglbauer et Velte, (2014) explique par exemple une partie des résultats contradictoires sur des études successives dans le contexte allemand par ce biais.

Deuxièmement, Bassen et al., (2006), Stiglbauer (2010) et Renders et al., (2010) montrent l'importance de la question de l'endogénéité et le lien de causalité entre la conformité au code et la performance. Finalement, Renders et al., (2010) a insisté sur l'influence de la différence dans les contenus et la rigueur des recommandations des codes dans les études qui comparent les codes de différents pays, il signale également le manque de contrôle pour certaines variables comme la dette, la taille, les secteurs d'activité et la structure d'actionnariat et son influence sur les résultats de certaines études.

Plusieurs facteurs mettent en doute l'efficacité des CG, en particulier, en ce qui concerne leur capacité à améliorer la performance des entreprises.

Tout d'abord, nous pouvons s'interroger sur la capacité d'une approche volontaire fondée sur le principe l'AOE à améliorer la conformité aux recommandations de codes. Les entreprises ont en effet la possibilité de déroger à ces recommandations, sous réserve d'apporter des explications.

En mobilisant la théorie institutionnelle, la littérature montre que les pressions institutionnelles conduisent les organisations à adopter des caractéristiques organisationnelles

similaires. La tendance à l'uniformité a été appelée isomorphisme dans les travaux de DiMaggio et Powell (1983, 1991). Dans ce cadre, les travaux d'Arcot et al., (2010); Hooghiemstra et van Ees (2011) montrent le rôle décisif des mécanismes d'isomorphisme institutionnel (produits par l'adoption de codes via le principe AOE) à expliquer la capacité de cette approche à améliorer les pratiques de gouvernance et à l'institutionnalisation de codes au niveau national et international (Aguilera et Cuervo-Cazurra, 2009; Enrione et al., 2006; Yoshikawa et Rasheed, 2009).

Dans le contexte français, nous pouvons identifier l'existence de différents mécanismes d'isomorphisme institutionnel découlant de l'application de la loi DDAC. Il s'agit tout d'abord d'un isomorphisme coercitif produisant des pressions formelles imposées par la même loi qui oblige les entreprises à déclarer leur conformité ou non à un code de gouvernance. Il s'agit ensuite d'un isomorphisme normatif qui est lié au concept de professionnalisation et qui se produit lorsque les organisations adoptent des modèles considérés comme appropriés par des membres d'une profession telles que, dans notre contexte, les membres de l'Association Française des Entreprises Privées (AFEP) et du Mouvement des Entreprises de France (MEDEF). Enfin, cet isomorphisme peut ici également être qualifié d'isomorphisme mimétique puisque les organisations réagissent à l'incertitude en adoptant les modèles d'autres organisations considérées comme plus performantes ou plus légitimes. En conséquence, suite à la loi de DDAC en France, l'existence de ces facteurs nous permet de prévoir une amélioration de conformité aux codes.

Le deuxième facteur concerne l'efficacité de la conformité, c'est-à-dire la capacité de cette conformité, c'est-à-dire la capacité de cette conformité à générer un surcroît de performance.

Dans le contexte français, l'efficacité des codes de gouvernance et du principe AOE n'est pas à priori évidente. Ce principe offre en effet aux entreprises la possibilité de ne pas se conformer aux règles prévues par le code, à condition d'expliquer leurs choix. Par ailleurs, la mesure de conformité et les recommandations au code présentent un caractère simpliste, sous forme de respect d'un seuil ou de présence d'un organe ou d'un mécanisme de gouvernance. Elle ne dit rien sur l'efficacité des mécanismes mis en place. Par exemple, la présence d'administrateurs indépendants au sein du conseil de direction ou des comités ne sera bénéfique que si ces administrateurs sont compétents et exercent un réel contre-pouvoir face aux autres administrateurs.

En France, la concentration de l'actionnariat et les droits de vote multiples tendent à renforcer le pouvoir des actionnaires majoritaires au détriment des minoritaires. La Porta et al., (1999) considèrent que cette concentration de l'actionnariat est associée à un environnement légal moins protecteur pour les actionnaires. Selon eux, la protection des investisseurs serait plus élevée dans les pays de droit coutumier (common law) que dans les pays de droit civil (code law). Les caractéristiques de l'environnement institutionnel français pourraient donc constituer un frein à la mise en œuvre efficace de la loi DDAC, à l'instar du constat de Price et al., (2011) au Mexique.

Enfin, les niveaux de développement et de réglementation du marché financier français constituent des facteurs d'efficacité de la mise en place d'une référence à un code de gouvernance selon le principe AOE. Selon MacNeil et Xiao Li (2006), le recours à ce principe trouve son fondement dans l'hypothèse d'efficacité selon laquelle les marchés financiers sont en mesure d'évaluer le niveau de conformité au code de gouvernance. En France, plusieurs acteurs, tels que l'Autorité des Marchés Financiers, l'AFEP-MEDEF, les analystes financiers ou les médias, permettent de s'assurer de l'application effective de la loi et de la mise en place de mécanismes de gouvernance réellement efficaces. Par exemple, le rapport annuel de l'AMF sur le gouvernement d'entreprise et la rémunération des dirigeants de sociétés cotées présente de façon détaillée les pratiques en matière de gouvernance et les manquements observés au code. Le rapport cite les entreprises vertueuses et celles qui ne respectent pas les recommandations du code. Dans ce dernier cas, les explications fournies par l'entreprise sont analysées, l'AMF s'étant prononcée en 2013 pour une application stricte du principe AOE. Dans ce contexte, les entreprises soucieuses de leur réputation, sont incitées à respecter non seulement la lettre de la loi, mais aussi son esprit. Les acteurs du marché financier doivent agir comme des mécanismes de contrôle de la bonne application de la loi et en assurer l'efficacité. Ces développements nous conduisent à supposer que la loi DDAC a eu un impact favorable sur la performance des entreprises :

H1 : *La conformité à un code de gouvernance prévue par la loi DDAC de 2008 est associée à l'amélioration de la performance des sociétés françaises cotées.*

III.2. L'impact différencié des mécanismes prévus dans le code de gouvernance sur la performance des entreprises

Nous pouvons identifier différents mécanismes et exigences intégrés dans les codes de gouvernance susceptible d'améliorer la performance des entreprises. Le code AFEP-MEDEF qui sert de référence à la majorité des sociétés françaises cotées comprend trois ensembles de mécanismes relatifs au conseil de direction, aux comités spécialisés, et à la rémunération des dirigeants. Nous nous interrogeons donc sur l'effet de chacune de ces catégories de mécanismes de gouvernance sur la performance.

Le conseil d'administration et ces comités spécialisés représentent historiquement le premier objet de ces codes. Les premiers CG accordent en effet un rôle crucial à cet organe dans le processus de surveillance de dirigeants comme c'est le cas des rapports de Cadbury 1992 et Viénot 1995. Dans l'effort de théorisation effectuée par le code Cadbury, une distinction claire est opérée entre la gestion et la fonction de contrôle «...*There should be clearly accept deviation of responsibilities at the head of a company, which will ensure a balance of power and authority, such that no one individual has unfettered powers of decision. Where the chairman is also the chief executive, it is essential that there should be a strong and independent element on the board, with a recognised senior member* ». Bien que l'indépendance des administrateurs représente un sujet classique dans la littérature, par exemple dans les travaux de Rediker et Seth (1995) et Desender et al., (2013), les exigences des CG au sujet des administrateurs dépassent la question de l'indépendance puisqu'elles visent à fixer une limite de nombre de mandats, à rendre obligatoire la déclaration des rémunérations et l'assiduité des administrateurs. L'objectif de ces recommandations est ainsi de renforcer et d'améliorer la capacité du CA à traiter le problème d'agence entre les dirigeants et les actionnaires.

Par ailleurs, dans le cas français, le développement des exigences des CG montre l'importance d'accorder aux comités spécialisés (audit, de nomination et de rémunérations) un rôle pour traiter ces trois sujets qui représentent les sources principales de conflits d'intérêts (Wirtz, 2004a). Cela nous conduit à formuler les deux hypothèses suivantes :

H2a : *La conformité aux mécanismes du code de gouvernance relatifs au conseil de direction est associée positivement à la performance des sociétés françaises cotées.*

H2b : La conformité aux mécanismes du code de gouvernance relatifs aux comités spécialisés est associée positivement à la performance des sociétés françaises cotées.

Les recommandations du code AFEP-MEDEF exigent de limiter le nombre de mandats de dirigeants pour concentrer le maximum de son effort sur ses responsabilités envers l'entreprise. En outre, suite à la crise financière, beaucoup d'attention a été accordée à la rémunération managériale. En fait, le code AFEP-MEDEF n'impose pas de contrainte sur la politique de rémunération mais il exige de déclarer leur politique de rémunérations concernant, la répartition en partie fixe et variable, sa politique concernant l'octroi de stock-options enfin sa politique d'attribution d'actions de performance. Le code ne propose pas de limite concernant la valeur totale de la rémunération. Ces recommandations sont toutes basées sur l'hypothèse implicite que la déclaration de détails sur la politique de rémunération de l'entreprise diminue l'asymétrie d'information entre l'actionnaire et les dirigeants et permet à ces derniers d'évaluer cette politique et son impact sur la performance. Ceci est susceptible de représenter, une motivation des dirigeants à améliorer leurs performances pour justifier leurs rémunérations, en particulier les parties variables. En fait les recommandations sur les rémunérations se fondent sur l'hypothèse d'efficience des marchés, où l'objectif d'amélioration de la transparence des informations doit permettre aux actionnaires de surveiller les liens entre la performance et les rémunérations et de renforcer la pression sur les dirigeants. Ces développements nous conduisent à formuler l'hypothèse suivante :

H2c : La conformité aux mécanismes du code de gouvernance relatifs aux dirigeants et à leurs rémunérations est associée positivement à la performance des sociétés françaises cotées.

IV. METHODOLOGIE DE RECHERCHE

La présentation de la méthodologie se fait en quatre temps. Nous exposons d'abord la sélection des échantillons et la période d'étude (IV.1), puis la construction du score de conformité au code de gouvernance (IV.2), ensuite les mesures de la performance (IV.3) et enfin les modèles de recherche (IV.4).

IV.1. Période et échantillons d'étude

IV.1.1. Le choix de la période d'étude

Notre étude de la relation entre la conformité et la performance porte sur une période allant de 2006 à 2013. Nous avons commencé l'étude en 2006 afin d'éviter l'effet d'application des normes IFRS en 2005 pouvant influencer les mesures de performance financière. Dans un deuxième temps, nous analyserons l'impact de l'amélioration de conformité sur la performance en divisant la période d'étude en deux sous-périodes de 2006 à 2009 et de 2010 à 2013. Notre choix de 2010 comme le début de la deuxième période est basé sur notre étude descriptive de la conformité et les différents rapports sur la gouvernance émis en 2009 et 2010 par l'AFEP-MEDEF et l'AMF. Ces rapports ont montré que la mise en œuvre effective de la réglementation a commencé dès l'année 2009 mais que l'évolution de conformité la plus forte est observée en 2010.

IV.1.2. L'échantillon d'étude

Afin de constituer l'échantillon d'étude, nous avons recensé toutes les sociétés ayant appartenu au moins une fois entre 2005 et 2013 à l'indice SBF 120. L'échantillon de départ comporte 146 sociétés. Cependant, compte tenu de la particularité du secteur financier en termes de réglementations (qui influence les pratiques de gouvernance et la déclaration d'information concernant ces pratiques) et en termes des méthodologies comptables et des mesures de performance, les établissements bancaires et d'assurance ont été supprimés de l'échantillon (19 sociétés) Arcot et al., (2010). En outre, 11 sociétés ont été exclues du fait d'un manque de données financières ou de données sur les structures de gouvernance. Au final, l'échantillon d'étude est composé de 116 sociétés.

La constitution des échantillons est présentée dans le tableau 1. Les bases de données Factset et Datastream ont été utilisées pour collecter les données comptables et financières. Les données de gouvernance sont issues de la base de données IODS et complétées à l'aide des rapports annuels et des documents de communication publiés par les entreprises sur leurs pratiques de gouvernance.

Tableau 1 : Constitution des échantillons d'étude

Echantillon d'étude	Nombre d'entreprises
Total des sociétés cotées au sein de l'indice sbf 120 de 2005 à 2013	146
Sociétés financières (bancaires, assurances, d'investissement)	19
Sociétés avec données manquantes, données comptables ou données liées à la structure de gouvernance	11
Echantillon final d'étude	116

IV.2. Evaluation du score de conformité au code de gouvernance

La conformité de la structure de gouvernance de la société au code de gouvernance de référence a été évaluée par l'établissement d'un score de conformité au code de gouvernance à partir du code de gouvernance AFEP-MEDEF.

Nous avons choisi le code AFEP-MEDEF de 2008 comme base de ce score pour deux raisons. Premièrement, compte tenu de la période d'étude [2006-2013] et du développement historique des CG en France présenté dans le (§ II.2), le code AFEP-MEDEF 2008 représente la continuité des CG développés sur le marché français (Viénot, Bouton et AFEP-MEDEF 2003). De plus, les versions successives développées par l'AFEP et le MEDEF sont implicitement désignées comme étant le code officiel sur le marché français. Ce point apparaît aussi bien dans la littérature (Wirtz 2004; 2008), que dans les rapports officiels publiés par l'AMF comme par exemple l'étude comparative de l'AMF de 2016.

Deuxièmement, ce code est utilisé par la quasi-totalité des sociétés du SBF120. En fait, En fait, au sein de notre échantillon d'étude, 103 entreprises ont utilisé le code AFEP-MEDEF (89% des sociétés de l'échantillon) et 13 entreprises ont utilisé d'autres codes de gouvernance, comme par exemple le code MiddleNext (5% des sociétés de l'échantillon). En outre, les différents codes partagent un grand nombre de recommandations déjà présentes dans les rapports publiés par l'AFEP et le MEDEF avant 2008. Le code AFEP-MEDEF est considéré comme le code le plus exigeant sur le marché français.

Au total, notre méthodologie s'appuie donc sur un seul code de gouvernance pour le calcul du score de conformité. Par ailleurs, dans les tests de robustesse, nous avons reconduit les analyses en restreignant l'échantillon aux seules sociétés appliquant le code AFEP-MEDEF.

Le score établi dans notre travail permet d'évaluer la conformité au code au regard des différents aspects de la structure de gouvernance (information sur le conseil d'administration, sa composition et ses comités, information sur les dirigeants, leurs mandats et leurs rémunérations). Ce score est composé d'un ensemble de 28 recommandations essentielles indiquées dans le code AFEP-MEDEF et plus précisément dans la version 2008 du code en raison de la période d'étude choisie. La liste des recommandations composant le score de conformité au code est proposé en **annexe 1**. Pour calculer le score, 1 point était attribué par exigence remplie et 0 point dans le cas contraire à l'instar de Brown et Caylor (2006), Gompers et al., (2003) et Elves et Mendes (2004). Ce choix méthodologique est basé sur la méthodologie adoptée par les codes de gouvernance en France où ils accordent la même importance à toutes les recommandations, au contraire de la majorité des codes européens³⁰. Plusieurs travaux sur les codes ont également adopté cette méthode objective pour évaluer la conformité car leurs chercheurs ne trouvent pas de justification objective pour accorder des valeurs relatives aux différentes recommandations. On peut citer comme exemples les travaux de Mallin et Ow-Yong (2012), Xie et al., (2003) et Wallace et al., (1994).

Ainsi, selon la méthodologie adoptée, le score de conformité d'une entreprise pour une année donnée est la somme de ces points et varie potentiellement entre 0 et 28. Dans les tests empiriques, nous avons également calculé le score en pourcentage, en divisant le score total par 28. Cette mesure relative du score de conformité varie potentiellement de 0 à 1.

Par la suite, dans le but d'approfondir l'analyse de la relation entre la conformité et la performance, nous avons séparé les 28 recommandations en trois sous-groupes suivant leur nature (cf. **annexe 1**) :

1. Exigences liées au conseil d'administration (10 recommandations) ;
2. Exigences liées aux comités de conseil (10 recommandations);
3. Exigences liées aux dirigeants et leurs rémunérations (8 recommandations).

Chaque sous-groupe de recommandations conduit à calculer un sous-score, pouvant varier de 0 à 1 en valeur relative.

³⁰ Dans leur AMF 2016 sur 10 pays dont la France, seulement dans 3 pays (France, Finlande et Suède) leur code sont construit autour d'un seul type de règles – des recommandations – qui ont toutes la même portée. Au contraire 7 pays (Allemagne, Belgique, Espagne, Italie, Luxembourg, Pays-Bas et Royaume-Uni) leurs codes sont structurés selon une hiérarchie de règles de portée distincte.

IV.3. Mesure de performance

Dans le but d'évaluer l'impact de la conformité sur la performance, nous avons utilisé deux mesures de la performance. Une mesure basée sur l'information comptable et la rentabilité des actifs (ROA) et une mesure de valorisation par le marché Market to Book (MB) qui sont largement utilisées dans la littérature (Renders et al., 2010; Rose, 2016; Stiglbauer, 2010).

Les deux mesures représentent deux aspects différents de performance, le ROA représente une mesure basée sur la performance financière historique calculée à partir des données comptables tandis que le MB est associé à l'anticipation des investisseurs. Les deux mesures sont donc complémentaires du fait que le ROA est construit à partir des critères professionnels de présentation des résultats (Mard et Marsat, 2014) et le MB est influencé par la perception psychologique des investisseurs dans la valorisation des actions des sociétés.

IV.4. Modèles de recherche

Dans un premier temps, deux modèles de recherche ont été testés dans le cadre de la première hypothèse de cette étude. Le premier modèle teste la relation entre le score de conformité SC et les deux mesures de performance [2006, 2013]. Ce premier modèle peut s'écrire (équation 1):

$$\text{Mesure de performance (PER)} = C + \alpha_1 \cdot \text{SC}(-1) + \alpha_2 \cdot \text{LOGTA}(-1) + \alpha_3 \cdot \text{DTA}(-1) + \alpha_4 \cdot \text{CONT}(-1) + \alpha_5 \cdot \text{PDG}(-1) + \alpha_6 \cdot \text{SURV}(-1) + \alpha_7 \cdot \text{DS}(-1) + \alpha_8 \cdot \text{PER}(-1) + \alpha_9 \cdot \text{ICBi} + \text{année} + \varepsilon \quad (1)$$

$$\text{Mesure de performance (PER)} = C + \alpha_1 \cdot \text{SC}(-1) + \alpha_2 \cdot \text{LOGTA}(-1) + \alpha_3 \cdot \text{DTA}(-1) + \alpha_4 \cdot \text{CONT}(-1) + \alpha_5 \cdot \text{PDG}(-1) + \alpha_6 \cdot \text{SURV}(-1) + \alpha_7 \cdot \text{CA}(-1) + \alpha_8 \cdot \text{PER}(-1) + \alpha_9 \cdot \text{ICBi} + \alpha_{10} \cdot \text{ANi} + \varepsilon \quad (1)$$

SC le score de conformité de la structure de gouvernance de la société au code de gouvernance en valeur relative (valeurs absolues divisé score par 28)

MB totale d'actif + market value de capitale - bookvalue de capitale / Totale d'actifs

ROA rentabilité de l'actif, résultat net / Total des actifs

LOGTA le logarithme du montant des actifs en milliers d'Euros

DTA le ratio Dettes / Total des actifs

CONT	variable dichotomique représente une mesure de concentration d'actionnariat proposée par le code MEDEF. Il Égale à 1 si le principal actionnaire détient plus de 49% des droits de vote, 0 sinon.
CA	Variation du chiffre d'affaires (Ventes année (i) -Ventes année (i-1)) / Ventes année (i-1)
PDG	variable dichotomique, égale à 1 si des mandats de Président et de Directeur Général sont associées. Prend la valeur 1 si le directeur général est également président du conseil, 0 sinon
SURV	variable dichotomique prend la valeur 1 si la société est organisée sous forme de conseil de surveillance et de directoire, 0 sous forme de conseil d'administration
ICBi	variable de contrôle dichotomique, égale à 1 si le secteur d'activité est dans la classification i (pour i = 1 à 6), 0 sinon
Ani	variable de contrôle dichotomique, égale à 1 si l'année est 200i (pour i = 6 à 13) i, 0 sinon

Le deuxième modèle teste la relation entre l'évolution du score de conformité VarSC sur la période d'étude [2006, 2013] et les valeurs moyennes des différentes mesures de performance sur la période [2010, 2013]. Nous intégrons également le score de gouvernance de début de période en 2006 (SC06) comme facteur explicatif de la performance postérieurement à la loi. Ce deuxième modèle peut s'écrire (équation 2):

$$\text{Mesure de performance (PER)} = C + \beta_1.\text{VarSC} + \beta_2.\text{SC06} + \beta_3.\text{MLOGTA} + \beta_4.\text{MDTA} + \beta_5.\text{MMB} + \beta_6.\text{CONT} + \beta_7.\text{PDG} + \beta_8.\text{MSURV} + \beta_8.\text{ICBi} + \varepsilon$$

(2)

VarSC	la différence en valeur relative entre la moyenne du score de conformité sur la période [2010, 2013] et la moyenne du score de conformité sur la période [2006, 2009]
SC06	le score de conformité de l'entreprise en valeur relative en 2006
MLOGTA	la moyenne des logarithmes du montant des actifs en milliers d'euros sur la période [2010, 2013]
MDTA	la moyenne des ratios des dettes/Total des actifs sur la période [2010, 2013]
MMB	la moyenne des ratios (totale d'actif + market value de capitale-bookvalue de capitale/Totale d'actifs) de l'entreprise sur la période [2010, 2013]
MROA	la moyenne rentabilité de l'actif, résultat net/ Total des actifs de l'entreprise sur la période [2010, 2013]
MPDG	variable dichotomique, égale à 1 si des mandats de Président et de Directeur Général sont associées pour 2 ans au moins sur la période [2010, 2013], 0 sinon

MSURV	variable dichotomique prend la valeur 1 si la société est organisée sous forme de conseil de surveillance et de directoire pour 2 ans au moins sur la période [2010, 2013], 0 sous forme de conseil d'administration
ICBi	variable de contrôle dichotomique, égale à 1 si le secteur d'activité est dans la classification i (pour i = 1 à 6), 0 sinon

Dans un deuxième temps, dans le but d'approfondir l'analyse de la relation entre la conformité et la performance, nous testons la relation entre les sous-scores et la performance financière par un troisième modèle (équation 3) :

$$\text{Mesure de performance (PER)} = C + \gamma_1 \cdot \text{sous-score}(-1) + \alpha_2 \cdot \text{LOGTA}(-1) + \alpha_3 \cdot \text{DTA}(-1) + \alpha_4 \cdot \text{CONT}(-1) + \alpha_5 \cdot \text{PDG}(-1) + \alpha_6 \cdot \text{SURV}(-1) + \alpha \cdot \text{CA}(-1) + \alpha \cdot \text{PER}(-1) + \alpha \cdot \text{ICBi} + \text{année} + \varepsilon$$

(3)

SC.CA	sous-score de conformité aux exigences de code liées au conseil d'administration divisé par 10
SC.CC	sous-score de conformité aux exigences de code liées aux comités de conseil divisé par 10
SC.DR	sous -groupes de conformité aux exigences de code liés aux dirigeants et leurs rémunérations divisé par 8

Afin d'éviter que les résultats ne soient influencés par des valeurs extrêmes, nous avons utilisé la technique de trimming à 1% dans toutes les régressions. En outre, dans le but de contrôler le problème d'hétéroscédasticité, nous avons procédé à des régressions avec un clustering par firmes (Petersen, 2009). Chacun des modèles se décline ensuite sous la forme de deux régressions correspondant aux deux mesures de performance en utilisant une régression de données de panel (pooled regression) dans le premier et le troisième modèles.

Dans la littérature, plusieurs travaux récents ont mis l'accent sur le problème d'endogénéité dont le lien de causalité entre la conformité au code et la performance (Renders *et al.*, 2010 ; Stlinger 2015 ; Rose, 2016). Afin de contrôler le problème de causalité, nous avons choisi d'intégrer les variables explicatives de performance déferées une année (N-1) dans notre modèle. Ensuite on contrôle pour l'effet fixed-entreprise dans les tests de robustesse.

Les variables de contrôle sont celles utilisées dans les études antérieures proposées par la littérature comme ayant un impact sur la performance (Renders *et al.*, 2010; Rose 2016; Tariq *et Abbas*, 2013): la taille de l'entreprise ; son endettement (Chen *et al.*, 2010) ; la

concentration de l'actionnariat : nous avons utilisé la mesure de concentration proposée par le code AFEP-MEDEF, c'est-à-dire la définition d'une société contrôlée dans la loi de commerce française³¹); la variation du chiffre d'affaires et la performance de l'année précédente. De plus, nous avons contrôlé pour les modalités de direction dans l'entreprise en ajoutant deux variables binaires : la variable (PDG) représente l'association de la fonction de directeur général et de président du conseil et (SURV) qui représente la modalité de direction en forme de conseil de surveillance et directoire. La liste des variables utilisées dans les modèles explicatifs de la performance financière est présentée en **annexe 3**.

V. RESULTATS

V.1. Statistiques descriptives et tests univariés

V.1.1. Statistiques descriptives

Les statistiques descriptives relatives aux variables de l'étude sont présentées dans le tableau 2. Sur la totalité de la période d'étude [2006 ; 2013], le score de conformité est en moyenne de 14.5, soit (51.7%). Il varie d'un minimum de 4 (14,3%) à un maximum de 27 (96,4%), ce qui montre une forte disparité en matière de conformité au code. L'analyse des sous-scores (tableau 2) montre que le sous-score de conformité relatif aux exigences liées au conseil d'administration est plus élevé (79,7% en moyenne) que les sous-scores de conformité relatifs aux rémunérations (36,7%) et aux exigences liées aux comités du conseil (32,1%). L'évolution du score de conformité entre les deux sous-périodes [2006 ; 2009] et [2010 ; 2013] est très nette (+ 31.9% en moyenne).

³¹ Au sens de l'art. L.233-3 du code de commerce

Tableau 2 : Statistiques descriptives des variables

Variable	Moyenne	Médiane	Maximum	Minimum	Ecart-type	Observations
ROA	0.037	0.039	0.439	-0.694	0.073	928
MB	1.569	1.256	21.792	0.683	1.340	928
SC	0.517	0.464	0.964	0,143	0.183	928
SC.CA	0.797	0.800	1.00	0.300	0.175	928
SC.CC	0.321	0.300	0.900	0.100	0.172	928
SC.DR	0.367	0.375	1.00	0.125	0.363	928
VarSC	0.319	0.306	0.589	0.125	0.082	116
LOGTA	8.428	8.399	12.433	1.281	1.799	928
DTA	0.277	0.231	2.828	0.001	0.398	928
CA	0.041	0.033	2.662	-0.817	0.168	928
PDG	0.548	1	1	0	-	928
SURV	0.229	0	1	0	-	928
CONT	0.456	0	1	0	-	928
MLOGTA	8.501	8.474	12.402	2.712	1.836	116
MPDG	0.60	1.00	1.00	0.00	0.49	116
MSURV	0.198	0.001	1.000	0.001	0.400	116
MDTA	0.286	0.225	3.581	0.001	0.386	116
MMB	1.544	1.190	11.272	0.773	1.293	116
MCA	0.044	0.037	0.383	-0.307	0.081	116
ADI	0.475	0.462	1	0	0.206	928

DW : la valeur absolue des accruals discrétionnaires calculés selon le modèle de Dechow et Dichev (2002), KOT: la valeur absolue des accruals discrétionnaires calculés selon le modèle de Kothari et al (2005), CF: la valeur absolue de flux de trésorerie discrétionnaire anormale mesurée par le modèle (C), PROD : la valeur absolue des coûts de production anormaux mesurés par mesurés par le modèle (E), DEP : la valeur absolue de dépenses discrétionnaires anormales mesurées par le modèle (D), SC : le score de conformité de la structure de gouvernance de la société au code de gouvernance en valeur relative (valeurs absolues divisé score par 28), SC.CA : sous-score/ sous -groupes de conformité aux exigences de code liés au conseil d'administration divisé par 10, SC.CC : sous-score/ sous -groupes de conformité aux exigences de code liés aux comités de conseil divisé par 10, SC.DR : sous-score/ sous -groupes de conformité aux exigences de code liés aux dirigeants et leurs rémunérations divisé par 8, LOGTA : le logarithme du montant des actifs en milliers d'Euros, DTA : le ratio Dettes/Total des actifs, MB : le ratio valeur boursière/valeur comptable des capitaux propres de l'entreprise, AUD : variable de contrôle dichotomique, égale à 1 si l'entreprise a deux auditeurs de Big4, 0 sinon, MLOGTA : la moyenne des logarithmes du montant des actifs en milliers d'euros sur la période [2010, 2013], MDTA : la moyenne des ratios des Dettes/Total des actifs sur la période [2010, 2013], MMB : la moyenne des ratios (totale d'actif + market value de capitale-bookvalue de capitale/Totale d'actifs)de l'entreprise sur la période [2010, 2013] . MDW MKOT MCF, DEP, PROD sont les valeurs moyennes des différentes mesures de performance financière sur la période [2010, 2013].

La figure 1 présente l'évolution de la moyenne du score de conformité sur la période d'étude. Cette évolution montre une stabilité du score de 2006 à 2008, puis une augmentation très nette entre 2009 et 2011 suite à l'obligation de référence à un code résultant de la loi DDAC. Le score passe ainsi de 35% en moyenne en 2008 à 67% en 2011. Le score se stabilise autour de 70% en 2012 et 2013, avec un maximum de 96% et un minimum de 36% en 2013.

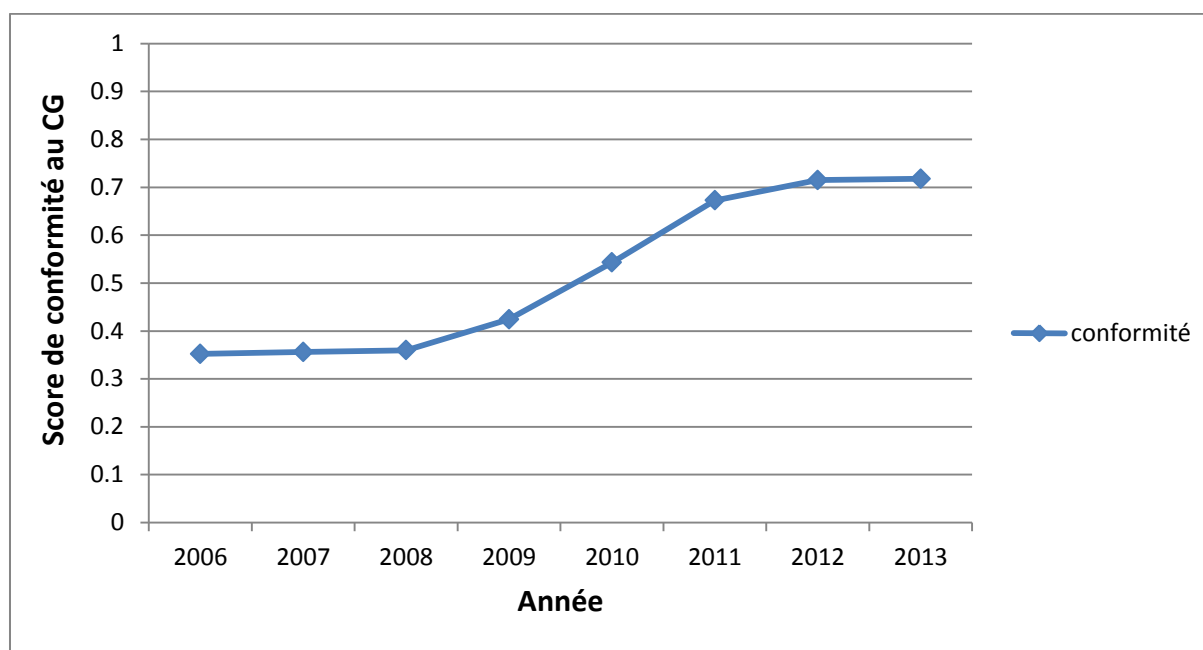


Figure 1 : Evolution du score de conformité au code de gouvernance entre 2006 et 2013

Le tableau 3 montre l'évolution du score entre les deux sous-périodes d'étude [2006 ; 2009] et [2010 ; 2013]. Le score évolue d'une moyenne (médiane) de 37% (35%) sur la période [2006 ; 2009] précédant l'obligation légale à une moyenne (médiane) de 66% (67%) sur la période [2010 ; 2013]. Cette évolution du score est confirmée par les tests de différences de moyennes et de médianes (significatifs au seuil de 1%) présentés dans le tableau 3. Ce résultat va dans le sens de ceux obtenus par Refait-Alexandre et al., (2014), qui notent en 2009 que 34% des sociétés de l'indice SBF120 déclarent une conformité totale au code.

Tableau 3 : Analyse descriptive univariée du score de conformité

Variable	Période	Moyenne	Médiane	Max.	Min.	Ecart-type	Test de différence des moyennes	Test de différence des médianes	Observations
Score	2006-2013	0.51	0.46	0.96	0.14	0.18			928
	2006-2009	0.37	0.35	0.64	0.14	0.07			464
	2010-2013	0.66	0.67	0.96	0.25	0.13	0.001	0.001	464

Les signes *, **, *** indiquent une significativité aux seuils respectifs de 10 %, 5 % et 1 %.

V.1.2. Test univarié de l'effet de la conformité sur la performance

Les résultats présentés dans le tableau 4 comparent les moyennes et médianes des mesures de la performance pour les entreprises dont le niveau de conformité est élevé (score supérieur à la médiane) et celles dont le niveau de conformité est le plus faible (score inférieur à la médiane pour chaque période). Cette comparaison s'effectue sur les 3 périodes [2006-2013], [2006-2009] et [2010-2013].

Sur l'ensemble de la période [2006-2013], on constate que les sociétés dont le niveau de conformité est élevé présentent un niveau de performance un peu inférieur à celles dont le niveau de conformité est faible. Cette différence est significative pour les deux mesures de performance. Par contre, en divisant la période d'étude en deux sous périodes [2006-2009] et [2010-2013], les résultats de l'analyse univariée changent selon la mesure de performance utilisée, la différence de moyenne perd sa significativité sur la deuxième période [2010-2013]. Sur la première période [2006-2009], la différence de médiane est uniquement significative pour le ROA. Sur la période suivant l'application de la loi [2010-2013], l'analyse de deux mesures de performance fournit en revanche des différences non significatives. Dans l'ensemble, les résultats de ce test vont dans le sens de la littérature qui montre que le lien complexe entre la conformité et la performance, les résultats varient selon la mesure et la période d'étude et le manque de significativité suggère l'existence d'autres variables qui ne sont pas prises en compte dans l'analyse univariée.

Tableau 4 : Tests de comparaison de la performance financière selon le niveau de conformité

Variable	Période	Conformité élevée	Conformité faible	Test de	Test de	Observations
				différence des moyennes	différence des médianes	
				P-value	P-value	
ROA	2006-2013	0.037	0.041	0.225	0.0127	928
	2006-2009	0.039	0.046	0.229	0.056	464
	2010-2013	0.035	0.034	0.813	0.883	464
MB	2006-2013	1.207	1.280	0.039	0.0013	928
	2006-2009	1.294	1.345	0.030	0.2198	464
	2010-2013	1.141	1.221	0.003	0.2546	464

MB : (totale d'actif+Market value de capitale-Bookvalue de capitale)/totale d'actifs. ROA : rentabilité de l'actif, résultat net/ Total des actifs.

V.2. Tests multivariés

V.2.1. Tests de régression du score de conformité sur la performance

Tout d'abord, les tests de corrélation entre les variables des modèles 1 et 3 présentés en **annexe 4**, ne laissent pas apparaître de corrélation supérieure à 0,5. Il en est de même des tests de corrélation entre les variables du modèle 2, présentés en **annexe 5**.

Le tableau 5 présente le lien entre le score de conformité et les deux mesures de performance sur l'ensemble de la période [2006-2013] (modèle 1). Les régressions sont globalement significatives et expliquent selon la mesure retenue, entre 56% et 85% de la variance de la performance. Le résultat des régressions montre que le score de conformité est associé positivement et significativement avec le ROA, au contraire du MB qui montre un lien négatif et non significatif avec le score. En ce qui concerne la variable année, elle a participé à améliorer le R² dans les deux modèles et en particulier dans le modèle du MB. Compte tenu des coefficients présentés dans le tableau 5, il apparaît que l'impact du niveau de conformité sur la performance semble donc dépendre de la mesure de performance utilisée. Cette première analyse multivariée révèle deux relations différentes entre la performance et la conformité. D'un côté, le résultat montre un lien positif entre le niveau de conformité au code de gouvernance et la performance financière mesurée par le ROA qui est basée sur les

informations comptables liées à la performance historique. D'un autre côté, le niveau de conformité n'a pas un effet significatif sur la performance boursière représenté par MB qui est basée sur les anticipations des investisseurs. Ainsi, ce résultat indique que le niveau de conformité annuelle n'était pas perçu par les investisseurs comme un facteur pouvant effectivement participer à améliorer la performance future de l'entreprise.

Tableau 5 : Lien entre la performance financière et le score de conformité

Variable	Mod 1 SC (ROA)	Mod 1 SC (MB)
C	0.011	0.122
SC(-1)	0.040**	-0.041
LOGTA(-1)	-0.001	0.001
DTA(-1)	-0.011	0.002
CONT(-1)	0.001	0.026
PDG(-1)	-0.003	-0.026
SURV(-1)	-0.002	-0.005
CA(-1)	0.003	-0.045
ROA(-1)	0.724***	
MB(-1)		0.882***
ICB (secteur)	Contrôlé	Contrôlé
Année	Contrôlé	Contrôlé
N	730	724
R ² ajusté	0.561	0.852

SC : le score de conformité de la structure de gouvernance de la société au code de gouvernance en valeur relative (valeurs absolues divisé score par 28). MB : (totale d'actif+Market value de capitale-Bookvalue de capitale)/totale d'actifs. ROA : rentabilité de l'actif, résultat net/ Total des actifs. LOGTA : le logarithme du montant des actifs en milliers d'Euros. DTA : le ratio Dettes/Total des actifs. CONT : variable dichotomique représente une mesure de concentration d'actionnariat proposée par le code MEDEF. Il Égale à 1 si le principal actionnaire détient plus de 49% des droits de vote, 0 sinon. CA : Variation du chiffre d'affaires (Ventes année (i) -Ventes année (i-1)) / Ventes année (i-1). PDG : variable dichotomique, égale à 1 si des mandats de Président et de Directeur Général sont associées. Prend la valeur 1 si le directeur général est également président du conseil, 0 sinon. SURV : variable dichotomique prend la valeur 1 si la société est organisée sous forme de conseil de surveillance et de directoire, 0 sous forme de conseil d'administration. ICBI : variable de contrôle dichotomique, égale à 1 si le secteur d'activité est dans la classification i (pour i = 1 à 6), 0 sinon. Ani. variable de contrôle dichotomique, égale à 1 si l'année est 200i (pour I = 6 à 13) i, 0 sinon.

Selon l'hypothèse fondamentale de la théorie d'agence, l'objectif essentiel d'avoir une structure efficace de gouvernance est de renforcer la confiance des investisseurs aux décisions des dirigeants, de réduire l'asymétrie d'information et d'exercer un contrôle efficace sur les dirigeants afin d'éviter le conflit d'intérêts. Cela permet de réduire les coûts d'agence et d'améliorer la performance. Ainsi, dans ce cadre théorique, l'appréciation de l'efficacité de structure de gouvernance par les investisseurs influence directement leurs évaluations de la performance future de l'entreprise. Les résultats de la première analyse montrent l'absence de lien significatif entre le MB et la conformité, ce qui suggère que les investisseurs sur le marché financier français ne considèrent pas le niveau de conformité annuel élevé comme une mesure d'efficacité de structure de gouvernance de l'entreprise, bien que la conformité montre un effet positif et significatif sur la performance historique comptable publiée par l'entreprise. Ce résultat va dans le même sens de la littérature sur le lien complexe entre la performance et la structure de gouvernance comme McKnight et Weir (2009) et Weir *et al.*, (2002) au Royaume-Uni.

V.2.2. Test de régression de l'évolution du niveau de conformité sur la performance financière

Les résultats obtenus dans le premier modèle ouvrent la question sur la perception des investisseurs de l'amélioration de conformité suite à la loi de DDAC qui a été constatée dans les différents rapports annuels de l'AMF et AFEP-MEDEF, ainsi que de poser la même question sur l'efficacité de cette amélioration de conformité sur la performance financière. Deux facteurs peuvent influencer l'efficacité de l'amélioration de conformité. D'une part, dans la théorie, l'amélioration de conformité est un résultat de la pression institutionnelle produite par des facteurs d'isomorphie institutionnelle intégrés dans le principe AOE (Hooghiemstra, 2012; Aguilera et Cuervo-Cazurra, 2009) cela peut limiter l'efficacité de cette amélioration. D'autre part, selon la littérature empirique et théorique, le temps est un facteur fondamental pour l'amélioration de conformité. Notre analyse descriptive montre une amélioration très nette du score de conformité (+ 31.9% en moyenne) suite à 4 ans d'application de la loi.

Afin de répondre à ces deux questions nous avons utilisé le modèle (2) (§ IV.4, équation 2) intégrant une variable mesurant l'évolution du score de conformité entre les deux périodes encadrant la mise en place de la loi DDAC. Nous avons également intégré le score de

conformité des entreprises en début de période (année 2006) afin de contrôler l'effet de la structure initiale de gouvernance.

Les régressions présentées dans le tableau 6 mesurent l'influence de l'évolution du score moyen de conformité entre les deux périodes [2006, 2009] et [2010, 2013] sur les deux mesures de performance observée en moyenne sur la période [2010, 2013] postérieure à la loi. Les résultats montrent que le coefficient de la variable VarSC est positif et significatif seulement pour le ROA (reste significatif à faible niveau à 10%). Le résultat de ce modèle va dans le même sens que le résultat du 1^{er} modèle. Il confirme que l'amélioration notable de conformité suite à la loi de DDAC a un impact significatif sur une seule dimension de performance représentée par la moyenne de performance financière mesuré par le ROA. Ce résultat montre ainsi que l'évaluation de performance par les investisseurs n'est pas significativement associée avec l'évolution de conformité. Ce résultat suggère également que l'amélioration de la conformité n'est pas perçue par les investisseurs comme une amélioration réelle de structure de gouvernance de l'entreprise malgré le fait que cette amélioration soit associée par une relation positive avec la performance financière.

En outre, le résultat du deuxième modèle montre qu'il y a d'autres facteurs que l'évolution de conformité qui ont influencé la performance et que l'influence de ces facteurs varie selon la mesure de performance étudiée. La variable de concentration d'actionnariat est associée positivement et significativement avec les deux mesures de performance. La moyenne de ventes montre une relation positive et significative avec le ROA alors que la taille de l'entreprise mesurée par le total d'actif est associée négativement et significativement au MB.

Les totaux des résultats du premier et du deuxième modèle confirment globalement la complexité et l'ambiguïté de la relation entre la performance et la conformité au code. Cette complexité est particulièrement liée avec la nature multidimensionnelle de la performance.

Bien que l'application des codes via le principe AOE par loi de DDAC ait permis d'améliorer la conformité suite à plusieurs années d'application (dans notre échantillon l'évolution de conformité était de 31% sur 4 ans d'application), les résultats du premier et du deuxième modèles suggèrent que cet effet positif et significatif est limité à la performance financière mesurée par le ROA. Au contraire, la performance boursière 5 (mesurée par le MB) n'est pas significativement associée ni avec la conformité, ni avec l'amélioration de conformité. Ce résultat, suggère que la conformité au code et son amélioration ne sont pas perçues par les investisseurs comme une mesure/ un indicateur de structure de gouvernance efficace et

capable d'améliorer la performance future de l'entreprise.

Tableau 6 : Lien entre la performance financière et l'évolution du score de conformité

Variable	Mod 2 VarSC (MROA)	Mod 2 VarSC (MMB)
C	-0.080**	1.335**
VarSC	0.096*	1.127
SC06	0.068	0.806
MLOGTA	0.003	-0.127**
MDTA	0.010	0.492
MCA	0.225***	0.944
CONT	0.020	0.299*
PDG	0.005	0.080
SURV	0.009	0.143
ICB (secteur)	Contrôlé	Contrôlé
N	116	116
R ² ajusté	0.2564	0.2161

VarSC : la différence en valeur relative entre la moyenne du score de conformité sur la période [2010, 2013] et la moyenne du score de conformité sur la période [2006, 2008]. SC06 : le score de conformité de l'entreprise en valeur relative en 2006. MLOGTA : la moyenne des logarithmes du montant des actifs en milliers d'euros sur la période [2010, 2013]. MDTA : la moyenne des ratios des Dettes/Total des actifs sur la période [2010, 2013]. MMB : la moyenne des ratios des (totale d'actif+Market value de capitale-Bookvalue de capitale)/totale d'actifs de l'entreprise sur la période [2010, 2013]. MROA : la moyenne rentabilité de l'actif, résultat net/ Total des actifs de l'entreprise sur la période [2010, 2013]. MCONT : variable dichotomique représente une mesure de concentration d'actionnariat proposée par le code MEDEF. Il Égale à 1 si le principal actionnaire détient plus de 49% des droits de vote pour 3 ans au moins sur la période [2010, 2013], 0 sinon. MPDG : variable dichotomique, égale à 1 si des mandats de Président et de Directeur Général sont associées pour 3 ans au moins sur la période [2010, 2013], 0 sinon. MSURV : variable dichotomique prend la valeur 1 si la société est organisée sous forme de conseil de surveillance et de directoire pour 3 ans au moins sur la période [2010, 2013], 0 sous forme de conseil d'administration. ICBI : variable de contrôle dichotomique, égale à 1 si le secteur d'activité est dans la classification i (pour i = 1 à 6), 0 sinon

V.2.3. Test de régression du sous-score de conformité sur la performance financière

L'objectif de ce test est de mieux comprendre la relation observée entre la conformité agrégée au code et la performance en analysant la relation entre les composantes du code et les

pratiques comptables. A cette fin, nous avons repris l'analyse en décomposant le score de conformité en trois sous-scores à partir de leur nature, telle que présentée dans le code :

-Sous score regroupant les exigences liées au conseil d'administration (10 recommandations), noté SC.CA ;

-Sous score regroupant les exigences liées aux comités du conseil (10 recommandations), noté SC.CC ;

-Sous score regroupant les exigences liées aux dirigeants et leurs rémunérations (8 recommandations), noté SC.DR ;

A partir de ces trois groupes de mécanismes et des variables de contrôle utilisées précédemment, une régression en données de panel est conduite pour mettre en relation la performance et les sous-scores de conformité. Les résultats, présentés dans le tableau 7, montrent que les sous-scores relatifs aux exigences liées au conseil d'administration sont associés positivement et significativement avec une seule mesure de performance, le ROA. En revanche, les deux sous-scores relatifs aux comités spécialisés et aux dirigeants et leurs rémunérations semblent avoir peu d'effet sur les deux mesures de performance, les coefficients obtenus sur ce sous-score n'étant pas significatifs.

Ces résultats peuvent s'interpréter par une capacité des recommandations concernant le conseil d'administration à avoir un effet significatif sur le fonctionnement de cet organe qui se manifeste par l'amélioration de performance financière mesurée par le ROA. En conséquence, l'ensemble des exigences du codes concernant, par exemple, l'indépendance des administrateurs, la limite de nombre de mandats, la déclaration des rémunérations et l'assiduité des administrateurs, ont un effet significatif à renforcer le rôle du conseil d'administration dans la gestion de l'entreprise. A partir du cadre théorique de la théorie d'agence qui accorde un rôle décisif à la fonction de contrôle et de surveillance accordée au CA, la relation significative entre le CA et la performance financière montre que le contexte institutionnel français a permis d'avoir une efficacité suffisante de conformité concernant le conseil d'administration pour influencer la performance financière de l'entreprise.

Tableau 7 : Lien entre la performance financière et les sous-scores de conformité

Variable	Mod 1 SC (ROA)	Mod 1 SC (MB)
C	0.009	0.163
SC.CA(-1)	0.022**	-0.091
SC.CC(-1)	0.159	0.387
SC.DR(-1)	0.005	-0.009
LOGTA(-1)	-0.001	0.001
DTA(-1)	-0.011	-0.001
CONT(-1)	0.001	0.021
PDG(-1)	-0.003	-0.023
SURV(-1)	-0.002	-0.008
CA(-1)	0.013	-0.037
ROA(-1)	0.697***	
MB(-1)		0.882***
ICB (secteur)	Contrôlé	Contrôlé
Année	Contrôlé	Contrôlé
N	743	736
R ² ajusté	0.547	0.8513

SC.CA : sous-score de conformité aux exigences de code liés au conseil d'administration divisé par 10. SC.CC : sous-score de conformité aux exigences de code lié aux comités de conseil divisé par 10. SC.DR : sous -groupes de conformité aux exigences de code liés aux dirigeants et leurs rémunérations divisé par 8. MB : (totale d'actif+Market value de capitale-Bookvalue de capitale)/totale d'actifs. ROA : rentabilité de l'actif, résultat net/ Total des actifs. LOGTA : le logarithme du montant des actifs en milliers d'Euros. DTA : le ratio Dettes/Total des actifs. CONT : variable dichotomique représente une mesure de concentration d'actionariat proposée par le code MEDEF. Il Égale à 1 si le principal actionnaire détient plus de 49% des droits de vote, 0 sinon. CA : Variation du chiffre d'affaires (Ventes année (i) -Ventes année (i-1)) / Ventes année (i-1). PDG : variable dichotomique, égale à 1 si des mandats de Président et de Directeur Général sont associées. Prend la valeur 1 si le directeur général est également président du conseil, 0 sinon . SURV : variable dichotomique prend la valeur 1 si la société est organisée sous forme de conseil de surveillance et de directoire, 0 sous forme de conseil d'administration. ICBi : variable de contrôle dichotomique, égale à 1 si le secteur d'activité est dans la classification i (pour i = 1 à 6), 0 sinon. Ani. variable de contrôle dichotomique, égale à 1 si l'année est 200i (pour I = 6 à 13) i, 0 sinon.

En revanche, les recommandations relatives aux dirigeants et à leurs rémunérations et celles relatives aux comités spécialisés semblent avoir peu d'effet sur la performance. Ces résultats

mettent en doute la capacité de ces recommandations à influencer la performance. Ceci peut s'expliquer par la nature de ces recommandations qui se contentent de préconiser la déclaration de politiques de rémunération sans proposer de vraies contraintes sur la valeur ou sur le mécanisme d'affectation des rémunérations aux dirigeants, ce qui a limité son impact effectif sur la performance financière et sur la perception des investisseurs de l'importance de l'impact de respect de ces recommandations sur la future performance. Par ailleurs, les recommandations du code portant sur les comités spécialisés et les recommandations liées aux rémunérations et les informations à fournir sont principalement proposées dans une optique de transparence.

V.3. Tests de robustesse

Afin d'analyser la sensibilité des résultats obtenus à certains choix et spécifications méthodologiques, nous avons conduit quatre tests de robustesse.

Le premier test de robustesse consiste à remplacer la variable du score de conformité par le pourcentage d'administrateurs indépendants au sein du conseil de direction. D'une part, la fraction d'administrateurs indépendants est une variable largement utilisée comme indicateur de qualité de la gouvernance. D'autre part, ce test permet de comparer l'effet de ce mécanisme individuel par rapport à celui d'un ensemble de mécanismes, tel que prévu dans le code. Les résultats présentés en **annexe 5** montrent que la variable mesurant le pourcentage d'administrateurs indépendants est associée positivement au ROA et négativement au MB, mais cette variable n'est pas statistiquement significative. Cela confirme les résultats obtenus par Piot et Janin (2007) dans le contexte français. Par ailleurs, ces résultats montrent que le code de gouvernance intégrant un ensemble de mécanismes, est plus efficace qu'un seul mécanisme pour améliorer la performance financière. Par exemple, l'efficacité des administrateurs indépendants dépend aussi de la présence d'autres mécanismes de gouvernance permettant d'activer leur rôle. Cela va dans le sens d'une complémentarité des mécanismes de gouvernance.

Le deuxième test de robustesse consiste à intégrer des effets fixes entreprise dans le modèle de recherche (modèle 1). L'objectif de ce test est de contrôler l'endogénéité dans le modèle et les risques de variables omises et de causalité inverse. Les résultats du test en **annexe 6** montrent que l'association entre le score de conformité et le ROA est toujours positive. La

relation est significative pour le ROA. Globalement, les analyses vont dans le sens de celles effectuées lors des tests du modèle 1.

Dans le dernier test, nous avons recalculé le modèle 3 en restreignant l'échantillon aux sociétés qui appliquent le code AFEP-MEDEF (103 entreprises). Les résultats de cette analyse, présentés dans l'**annexe 7** sont qualitativement proches de ceux obtenus au § V.2.2 (tableau 6) et montrent une relation négative entre les sous-scores de conformité et la performance financière. On constate toutefois que les résultats confirment donc globalement ceux obtenus précédemment à partir de l'échantillon complet. A noter également que le test de relation non linéaire entre le MB et le score n'a pas donné des résultats significatifs.

VI. DISCUSSION ET CONCLUSION

Treize ans après la publication de premier CG sur le marché français en 1995, la loi DDAC de 2008 a mis en place l'obligation des sociétés cotées françaises de déclarer leur conformité ou non à un code de gouvernance d'entreprise, en mettant en œuvre la règle « appliquer ou expliquer ». L'objectif de l'article est d'étudier si la conformité au CG a un impact significatif sur deux dimensions de la performance d'entreprise, la performance financière représentée par le ROA et la performance boursière mesurée par le MB. De plus, nous analysons l'effet de l'amélioration de la conformité sur la performance.

Les résultats de l'étude sur la période [2006, 2013] montrent que les sociétés cotées du SBF120 ont renforcé leur mise en conformité au code à partir de 2009, et plus encore à partir de 2010. Le score moyen de conformité est passé de 35% en moyenne en 2008 à presque 70% en moyenne en 2013, montrant une mise en conformité au code progressive, mais effective, des sociétés de l'échantillon.

Par contre, les analyses montrent que la conformité et l'amélioration de conformité au code n'ont pas le même impact sur les deux dimensions étudiées de la performance. Les résultats révèlent un lien complexe et ambigu entre le score de conformité et la performance ce qui va dans le même sens de plusieurs études McKnight et Weir (2009) et Weir et al., (2002) qui ont montré un effet différencié de structure de performance selon la dimension de performance étudiée.

L'ensemble de nos résultats montrent que dans le contexte français, la conformité au code a un impact positif et significatif seulement sur la performance financière mesurée par le ROA sans avoir influencé la performance boursière mesurée par le MB. Le même constat est effectué lorsqu'on s'intéresse à l'effet d'évolution de conformité sur la performance. Les résultats sont robustes à plusieurs tests complémentaires. En outre, en approfondissant notre analyse sur les différentes composantes du code, le résultat va dans le même sens, du fait que seules les recommandations concernant le CA montrent un effet positif et significatif sur le ROA, sans avoir d'impact significatif sur le MB. En revanche, les exigences liées à l'information relative aux dirigeants et à leur rémunération et les exigences concernant les comités spécialisés ne semblent pas être associées à la performance.

L'analyse des résultats de notre étude suggère que bien que l'application des codes via le principe AOE par loi de DDAC a permis d'améliorer progressivement la conformité suite à plusieurs années d'application, dans notre échantillon l'évolution de conformité a été de 31% sur 4 ans d'application. Mais l'effet positif et significatif de l'amélioration de conformité reste limité à la performance financière. Au contraire, la performance boursière n'est pas associée significativement avec la conformité, ou l'amélioration de conformité suite à la loi DDAC, ce que représente une limite dans le bénéfice tiré de cette loi en termes de performance boursière. Ce résultat, suggère que la conformité au code et son amélioration ne sont pas perçues par les investisseurs comme un indicateur de structure de gouvernance efficace et capable d'améliorer la performance future de l'entreprise.

Ce résultat est décevant dans la mesure où l'amélioration de confiance des investisseurs représente explicitement un objectif majeur du code AFEP-MEDEF qui déclare : « Cet ensemble de recommandations a été élaboré par des groupes de travail de l'Association Française des Entreprises Privées (AFEP) et du Mouvement des Entreprises de France (MEDEF). Il s'agit donc, dans tous les cas, d'une initiative des entreprises elles-mêmes soucieuses de préciser certains principes de bon fonctionnement et de transparence propres à améliorer leur gestion et leur image auprès des investisseurs et du public » (P.7).

Ainsi dix-huit ans après la publication du 1^{er} CG en France et quatre ans après l'application du principe AOE par la loi, les résultats de notre étude suggèrent que la stratégie d'institutionnalisation des CG (d'adoption et de promotion des codes par différents acteurs économiques influents comme l'AMF, l'AFEP et le MEDEF) en France n'a pas réussi à influencer l'image de la gestion d'entreprise auprès des investisseurs. Ainsi, la conformité au

CG n'est pas valorisée par les investisseurs comme structure efficace de gouvernance, malgré le fait que la conformité au CG et l'amélioration de cette conformité soit significativement associée à la performance comptable historique publiée par l'entreprise.

Plusieurs facteurs peuvent permettre d'expliquer ce résultat. Premièrement, il s'agit de certaines caractéristiques spécifiques au contexte français car historiquement, l'État avait un rôle dominant dans le système de gouvernance, tandis que le CG a été développé par des associations privées telles que l'AFEP-MEDEF. Le développement de ces codes s'est fait sans participation directe de différentes parties prenantes³². Deuxièmement, il s'agit de la nature souple de l'application et de contrôle des CG. En fait, le principe AOE ne pose pas de sanction (AMF 2016) pour les entreprises n'appliquant pas les CG car la loi ne propose pas de mécanisme précis pour contrôler l'application de CG. Conséquemment, la perception des investisseurs concernant la capacité de conformité au code à influencer la performance future de l'entreprise peut décroître et ainsi la mise en place de CG n'a pas réussi à renforcer la confiance des investisseurs en matière de gouvernance.

Ce travail présente plusieurs voies d'amélioration et perspectives de recherche. Tout d'abord, la taille de l'échantillon constitue une limite à la généralisation des résultats de l'étude à l'ensemble du marché français. Il serait intéressant d'étudier l'effet de la réglementation sur des sociétés plus petites, susceptibles de tirer encore un plus grand bénéfice d'une amélioration de leurs pratiques de gouvernance. Ensuite, l'étude confirme l'impact positif de la conformité au code dans le cadre du principe AOE ce qui invite à étudier dans un second temps l'effet du choix « expliquer » sur les pratiques managériales. Enfin, il pourrait être intéressant d'analyser les effets sur d'autres dimensions et mesures de la performance prenant en compte la nature multidimensionnelle de la performance comme la performance sociétale de l'entreprise ou d'autres décisions managériales, telles que la politique de financement et d'investissement.

³² Une étude comparative récente publiée par l'AMF en 2016 montre le CG en France est le seul qui est élaboré par des sociétés privées sans participation directe des autres parties prenante comme l'investisseur institutionnel. Dans le même sens, les travaux de Wirtz (2008) montre le rôle dominant d'AFEP-MEDEF à rédiger les CG en France.

VII. ANNEXES

Annexe 1 - Liste des exigences composant le score de conformité au code

1. Exigences liés au conseil d'administration :
 - 1.1. La société déclare la durée de mandat des administrateurs ;
 - 1.2. la durée de mandat des administrateurs déclaré par la société est inférieure à 4 ans ;
 - 1.3. la société déclare le nombre d'actions détenues par les administrateurs ;
 - 1.4. la société respecte le pourcentage des administrateurs indépendants (selon le code MEDEF-AFEP, la part des administrateurs indépendants doit être de la moitié des membres du conseil dans les sociétés au capital dispersé et dépourvues d'actionnaires de contrôle. Dans les sociétés contrôlées, la part des administrateurs indépendants doit être d'au moins un tiers) ;
 - 1.5. la société respecte le pourcentage d'au moins 20% de femmes dans les conseils ;
 - 1.6. la société fournit des informations personnelles sur les administrateurs (leurs âges et leurs fonctions exercés dans d'autres sociétés) ;
 - 1.7. la société fournit des informations sur le nombre des séances du conseil d'administration tenues au cours de l'exercice ;
 - 1.8. la société fournit des informations sur l'assiduité d'administration aux séances du conseil ;
 - 1.9. la société indique que leur conseil d'administration ou de surveillance est doté d'un règlement intérieur ;
 - 1.10. la société indique avoir fait référence à un code de gouvernance d'entreprise.
2. Exigences liés aux comités de conseil :
 - 2.1. la société indique avoir au moins trois comité (comité d'audit, de nomination et de rémunérations) ;
 - 2.2. la société déclare avoir au moins un comité d'audit (nous trouvons des comités d'audit sous différentes formes par exemple, audit et prévention des risques, audit et finance, comptes et audit ou audit et contrôle interne). Cette variable est estimée à partir de documents de référence publiés par les entreprises;
 - 2.3. la société respecte le part des administrateurs indépendants dans le comité d'audit (doit être au moins de deux tiers), Cette variable est estimée à partir de documents de référence publiés par les entreprises ;
 - 2.4. la société indique avoir un comité d'audit distinct. Cette variable est estimée à partir de la base de données IODS ;
 - 2.5. la société respecte le part des administrateurs indépendants dans le comité d'audit distinct. Cette variable est estimée à partir de la base de données IODS ;
 - 2.6. la société indique avoir au moins un comité unique de rémunération et nomination ;
 - 2.7. la société indique avoir un comité de nomination distinct ;
 - 2.8. la société respecte le part des administrateurs indépendants dans le comité de nomination distinct ;
 - 2.9. la société indique avoir un comité de rémunération distinct ;
 - 2.10. la société respecte le part des administrateurs indépendants dans le comité de rémunération distinct.

3. Exigences liés aux dirigeants et leurs rémunérations:
 - 3.1. la société indique que le nombre de mandat de dirigeant inférieurs à 4 ;
 - 3.2. la société déclare sa politique de répartition des rémunérations en partie fixe et en partie variable. Le code AFEP-MEDEF précise que le chapitre du rapport annuel consacré aux rémunérations des dirigeants doit présenter les règles d'attribution de la partie variable des rémunérations et des informations sur l'application de ces règles ;
 - 3.3. la société déclare sa politique d'attribution des stock-options au dirigeant (directeur général ou président du directoire). Le code AFEP-MEDEF précise que le chapitre du rapport annuel consacré aux rémunérations des dirigeants doit présenter les règles d'attribution des stock-options et des informations sur l'application de ces règles;
 - 3.4. la société indique la valeur de stock-options attribuées ;
 - 3.5. la société déclare sa politique d'attribution d'actions de performance au dirigeant (directeur général ou président du directoire) Le code AFEP-MEDEF précise que le chapitre du rapport annuel consacré aux rémunérations des dirigeants doit présenter les règles d'attribution d'actions de performance et des informations sur l'application de ces règles ;
 - 3.6. la société indique la valeur d'actions de performance attribuées ;
 - 3.7. la société déclare que le dirigeant (directeur général ou président du directoire) n'est pas lié par un contrat de travail ;
 - 3.8. s'il existe une clause de non concurrence, la société indique que l'indemnité qu'elle prévoit doit être comprise dans le plafond de deux ans de rémunération.

Annexe 2 – Les variables utilisées dans les modèles explicatifs de la performance financière

SC	le score de conformité de la structure de gouvernance de la société au code de gouvernance en valeur relative (valeurs absolues divisé score par 28)
SC.CA	sous-score/ sous -groupes de conformité aux exigences de code liés au conseil d'administration divisé par 10
SC.CC	sous-score/ sous -groupes de conformité aux exigences de code liés aux comités de conseil divisé par 10
SC.DR	sous-score/ sous -groupes de conformité aux exigences de code liés aux dirigeants et leurs rémunérations divisé par 8
VarSC	la différence en valeur relative entre la moyenne du score de conformité sur la période [2010, 2013] et la moyenne du score de conformité sur la période [2006, 2009]
SC06	le score de conformité de l'entreprise en valeur relative en 2006
DW	la valeur absolue des <i>accruals</i> discrétionnaires calculés selon le modèle de Dechow et Dichev (2002)
KOT	la valeur absolue des <i>accruals</i> discrétionnaires calculés selon le modèle de Kothari et al. (2005)
CF	la valeur absolue de flux de trésorerie discrétionnaire anormale mesurée par le modèle (C)
PROD	la valeur absolue des coûts de production anormaux mesurés par mesurées par le modèle (D)
DEP	la valeur absolue de dépenses discrétionnaires anormales mesurées par le modèle (E)
LOGTA	le logarithme du montant des actifs en milliers d'Euros
DTA	le ratio Dettes/Total des actifs
MB	le ratio valeur boursière/valeur comptable des capitaux propres de l'entreprise.
CONT	variable dichotomique représente une mesure de concentration d'actionnariat proposée par le code MEDEF. Il Égale à 1 si le principal actionnaire détient plus de 49% des droits de vote, 0 sinon.
AUD	variable de contrôle dichotomique, égale à 1 si l'entreprise a deux auditeurs de Big4, 0 sinon
ICBi	variable de contrôle dichotomique, égale à 1 si le secteur d'activité est dans la classification i, 0 sinon
MLOGTA	la moyenne des logarithmes du montant des actifs en milliers d'euros sur la période [2010, 2013]
MDTA	la moyenne des ratios des Dettes/Total des actifs sur la période [2010, 2013]
MMB	la moyenne des ratios (totale d'actif + market value de capitale-bookvalue de capitale/Totale d'actifs) de l'entreprise sur la période [2010, 2013]
AdI	le pourcentage d'administrateurs indépendants au sein du conseil de direction

Annexe 3- Corrélations entre les variables du modèle 1 et 3

	SC	SC.CC	SC.CC	SC.DR	LOGTA	DTA	MB	ROAM	CONT	SURVD	PDG	DSAT
SC	1.000											
SC.CC	0.862***	1.000										
SC.CC	0.801***	0.429***	1.000									
SC.DR	0.878***	0.420***	0.303***	1.000								
LOGTA	0.220***	0.369***	0.330***	0.034	1.000							
DTA	0.037	-0.003	0.003	0.074**	-0.117***	1.000						
MB	-0.044	-0.071**	-0.082***	0.016	-0.373***	0.396***	1.000					
ROAM	-0.030	0.004	-0.030	-0.043	0.089***	-0.107***	0.107***	1.000				
CONT	-0.161***	-0.176***	-0.186	-0.078**	-0.262***	-0.027	0.161***	0.151***	1.000			
SURVD	-0.085***	-0.084***	-0.075**	-0.062*	-0.076	-0.033	-0.020	0.049	0.065**	1.000		
PDG	-0.009	-0.027	-0.027	0.018	-0.042	-0.009	0.002	-0.084**	0.032	-0.602	1.000	
DSAT	-0.040	-0.082**	-0.083**	0.033	-0.062*	-0.064*	0.085**	0.305***	0.048	0.019	0.009	1.000

Annexe 4- Corrélations entre les variables du modèle 2

	MROA	MMB	SC06	VarSC	MLOGTA	MDTA	MCA	CONT	PDG	SURV
MROA	1.000									
MMB	0.512***	1.000								
SC06	0.059	-0.105	1.000							
VarSC	0.121	-0.073	-0.181**	1.000						
MLOGTA	0.081	-0.315***	0.326**	0.175**	1.000					
MDTA	-0.047	0.351***	-0.103	0.058	-0.101*	1.000				
MCA	0.405***	0.093	-0.015	0.010	0.033	-0.169*	1.000			
CONT	0.142	0.251	-0.126	-0.286***	-0.293***	-0.008	0.063	1.000		
PDG	-0.012	-0.022	-0.061	-0.037	0.007	0.036	0.018	-0.035	1.000	
SURV	0.049	0.062	-0.029	0.009	-0.062	-0.015	0.035	0.065	-0.613***	1.000

Annexe 5-.Test de robustesse en remplaçant le score de conformité par le pourcentage d'administrateurs indépendants au conseil

Variable	Mod 1 SC (ROA)	Mod 1 SC (MB)
C	0.025**	0.075
Adi(-1)	0.002	0.022
LOGTA(-1)	-0.001	0.003
DTA(-1)	-0.010	-0.069
CONT(-1)	-0.001*	0.028
PDG(-1)	-0.003	-0.019
SURV(-1)	-0.002	-0.012
CA(-1)	-0.005	0.006
ROA(-1)	0.723***	
MB(-1)		0.87***7
ICB (secteur)	Contrôlé	Contrôlé
Année	Contrôlé	Contrôlé
N	730	724
R ² ajusté	0.561	0.852

AdI : le pourcentage d'administrateurs indépendants au sein du conseil de direction. MB : (totale d'actif+Market value de capitale-Bookvalue de capitale)/totale d'actifs. ROA : rentabilité de l'actif, résultat net/ Total des actifs. LOGTA : le logarithme du montant des actifs en milliers d'Euros. DTA : le ratio Dettes/Total des actifs. CONT : variable dichotomique représente une mesure de concentration d'actionariat proposée par le code MEDEF. Il Égale à 1 si le principal actionnaire détient plus de 49% des droits de vote, 0 sinon. CA : Variation du chiffre d'affaires (Ventes année (i) -Ventes année (i-1)) / Ventes année (i-1). PDG : variable dichotomique, égale à 1 si des mandats de Président et de Directeur Général sont associées. Prend la valeur 1 si le directeur général est également président du conseil, 0 sinon . SURV : variable dichotomique prend la valeur 1 si la société est organisée sous forme de conseil de surveillance et de directoire, 0 sous forme de conseil d'administration. ICBi : variable de contrôle dichotomique, égale à 1 si le secteur d'activité est dans la classification i (pour i = 1 à 6), 0 sinon. Ani. variable de contrôle dichotomique, égale à 1 si l'année est 200i (pour I = 6 à 13) i, 0 sinon.

Annexe 6 - Test de robustesse en intégrant des effets fixes entreprise dans le modèle

Variable	Mod 1 SC (ROA)	Mod 1 SC (MB)
C	0.337***	3.198***
SC(-1)	0.038**	-0.038
LOGTA(-1)	-0.034***	-0.191***
DTA(-1)	-0.052**	0.105
PDG(-1)	-0.003	0.029
SURV(-1)	-0.021**	-0.102
CA(-1)	0.068***	0.437***
ICB (secteur)	Contrôlé	Contrôlé
Année	Contrôlé	Contrôlé
N	736.000	732.000
R ² ajusté	0.695	0.874

SC : le score de conformité de la structure de gouvernance de la société au code de gouvernance en valeur relative (valeurs absolues divisé score par 28). MB : (totale d'actif+Market value de capitale-Bookvalue de capitale)/totale d'actifs. ROA : rentabilité de l'actif, résultat net/ Total des actifs. LOGTA : le logarithme du montant des actifs en milliers d'Euros. DTA : le ratio Dettes/Total des actifs. CONT : variable dichotomique représente une mesure de concentration d'actionnariat proposée par le code MEDEF. Il Égale à 1 si le principal actionnaire détient plus de 49% des droits de vote, 0 sinon. CA : Variation du chiffre d'affaires (Ventes année (i) -Ventes année (i-1)) / Ventes année (i-1). PDG : variable dichotomique, égale à 1 si des mandats de Président et de Directeur Général sont associées. Prend la valeur 1 si le directeur général est également président du conseil, 0 sinon . SURV : variable dichotomique prend la valeur 1 si la société est organisée sous forme de conseil de surveillance et de directoire, 0 sous forme de conseil d'administration. ICBi : variable de contrôle dichotomique, égale à 1 si le secteur d'activité est dans la classification i (pour i = 1 à 6), 0 sinon. Ani. variable de contrôle dichotomique, égale à 1 si l'année est 200i (pour I = 6 à 13) i, 0 sinon.

Annexe 7 - Test de robustesse de lien entre la performance et le sous-score de conformité, échantillon réduit aux sociétés qui appliquent le code AFEP-MEDEF (103 entreprises)

Variable	Mod 1 SC (ROA)	Mod 1 SC (MB)
C	0.009	0.153
SC(-1)	0.038*	-0.066
LOGTA(-1)	-0.001	0.001
DTA(-1)	-0.011	0.001
CONT(-1)	0.001	0.034*
PDG(-1)	-0.003	-0.031*
SURV(-1)	-0.001	0.001
CA(-1)	0.001	-0.021
ROA(-1)	0.763***	
MB(-1)		0.883***
ICB (secteur)	Contrôlé	Contrôlé
Année	Contrôlé	Contrôlé
N	670	666
R ² ajusté	0.589	0.857

SC : le score de conformité de la structure de gouvernance de la société au code de gouvernance en valeur relative (valeurs absolues divisé score par 28). MB : (totale d'actif+Market value de capitale-Bookvalue de capitale)/totale d'actifs. ROA : rentabilité de l'actif, résultat net/ Total des actifs. LOGTA : le logarithme du montant des actifs en milliers d'Euros. DTA : le ratio Dettes/Total des actifs. CONT : variable dichotomique représente une mesure de concentration d'actionnariat proposée par le code MEDEF. Il Égale à 1 si le principal actionnaire détient plus de 49% des droits de vote, 0 sinon. CA : Variation du chiffre d'affaires (Ventes année (i) -Ventes année (i-1)) / Ventes année (i-1). PDG : variable dichotomique, égale à 1 si des mandats de Président et de Directeur Général sont associées. Prend la valeur 1 si le directeur général est également président du conseil, 0 sinon . SURV : variable dichotomique prend la valeur 1 si la société est organisée sous forme de conseil de surveillance et de directoire, 0 sous forme de conseil d'administration. ICBi : variable de contrôle dichotomique, égale à 1 si le secteur d'activité est dans la classification i (pour i = 1 à 6), 0 sinon. Ani. variable de contrôle dichotomique, égale à 1 si l'année est 200i (pour I = 6 à 13) i, 0 sinon.

CHAPITRE V

CONCLUSION ET DISCUSSION GENERALE

“Accomplissement. La fin de l'effort et le début de l'ennui.”

Ambrose Bierce

Afin de conclure sur l'ensemble de ce travail traitant l'institutionnalisation des CG et leur impact sur la GR et sur la performance, nous récapitulons ci-dessous les principaux résultats (I), par la suite nous présentons la contribution (II) pour en finir par les limites et les perspectives de recherche (III).

I. SYNTHÈSE DES PRINCIPAUX RÉSULTATS ET DISCUSSION

Dans un premier temps, nous avons étudié l'institutionnalisation de CG et les déterminants de conformité au CG.

Suite à la loi DDAC de 2008, les sociétés cotées françaises ont progressivement renforcé leur mise en conformité au code à partir de 2009, et plus encore à partir de 2010. Le score moyen de conformité est passé de 35% en moyenne en 2008 à presque 70% en moyenne en 2013, montrant une mise en conformité au code progressive et significative. Cette amélioration a affecté les différents types de société dont les sociétés contrôlées qui ont amélioré significativement leur conformité pour passer de 30% en moyenne pendant la période [2006-2008] à 57% dans la période suivant l'application de la loi.

En outre, plusieurs facteurs liés à la recherche de légitimité ont des relations significatives avec le score de conformité annuelle et son évolution au cours de la période encadrant l'application de loi. La visibilité de l'entreprise (représentée par la taille de l'entreprise dans les modèles de recherche) et la concentration d'actionnariat sont négativement et significativement associées au score de conformité et à son évolution. Par contre, la performance mesurée de deux façons (ROA et MB), n'est pas associée avec le score ni avec son évolution. De plus, nous trouvons que le cumul des fonctions de Président du Conseil et de Directeur Général est uniquement négativement associé au score de conformité annuelle, mais cette relation négative n'est plus significative dans les modèles de l'évolution du score de conformité. Enfin, l'évolution du score est associée négativement et significativement avec le score de conformité de base avant la loi DDAC.

Dans un deuxième temps, nous avons analysé l'impact de l'institutionnalisation des CG sur les pratiques de GR.

Nos analyses montrent un lien négatif et significatif entre le score de conformité et le niveau de gestion des résultats. Également, nous trouvons que la gestion des résultats est influencée négativement et significativement par l'amélioration du score de conformité entre les deux périodes [2006, 2009] et [2010, 2013]. Les résultats sont vérifiés à la fois pour les mesures de gestion comptable et de gestion réelle des résultats, et sont robustes à plusieurs tests complémentaires. Le lien concerne plus particulièrement les exigences du code liées au conseil d'administration et à ses comités spécialisés. En revanche, les exigences liées à l'information relative aux dirigeants et à leur rémunération ne semblent pas être associées à la gestion des résultats.

Dans un troisième temps nous avons exploré l'impact de l'institutionnalisation des CG sur la performance

Notre étude montre que la conformité et l'amélioration de conformité au code n'ont pas le même impact sur les deux dimensions étudiées de la performance. En effet, les résultats révèlent un lien complexe et ambigu entre le score de conformité et la performance ce qui suggère un impact différencié de la conformité au CG selon la dimension de performance étudiée

L'ensemble de nos résultats montrent que dans le contexte français représenté dans notre étude par les SBF 120, la conformité au code a un impact positif et significatif seulement sur la performance financière mesurée par le ROA sans avoir influencé la performance mesurée par le MB. De même, l'amélioration de conformité n'a un impact que sur la performance financière mesurée par le ROA. Les résultats sont robustes à plusieurs tests complémentaires. En outre, en approfondissant notre analyse sur les différentes composantes du code, le résultat va dans le même sens, du fait que le seul groupe de recommandations concernant le CA montre un effet positif et significatif sur le ROA, sans avoir d'impact significatif sur le MB. En revanche, les exigences liées à l'information relative aux dirigeants et à leur rémunération et les exigences concernant les comités spécialisés ne semblent pas être associées à la performance. Enfin, en remplaçant le score de conformité dans les tests de robustesse par le pourcentage des administrateurs indépendants dans le conseil d'administration ou dans le

conseil de surveillance (qui est une des variables la plus utilisée dans la littérature sur la gouvernance d'entreprise), nous trouvons que cette variable n'a un impact significatif ni sur les différents modalités des GR ni sur la performance.

II. DISCUSSION

Les résultats obtenus au cours de notre recherche nous permettent de développer plusieurs points concernant l'institutionnalisation des CG et leur impact sur les pratiques comptables et la performance des entreprises.

L'institutionnalisation des CG dans le contexte français

Nos travaux montrent que malgré la flexibilité offerte par le principe AOE dans la loi DDAC, cette loi a réussi à inciter les entreprises à améliorer progressivement leur conformité au code. Selon la théorie institutionnelle, cette amélioration progressive de conformité témoigne que la loi DDAC a réussi à renforcer l'institutionnalisation des CG dans le contexte français. Ce résultat complète les travaux de Wirtz (2008b) sur l'institutionnalisation des CG en France et va dans le sens des résultats d'autres études concernant l'effet du principe AOE au cours du temps (Akkermans et al, 2007; MacNeil et Li, 2006; Price, Román, et Rountree, 2011).

En outre, nos analyses concernant l'amélioration de conformité montrent, d'un côté, une amélioration significative de la conformité moyenne de pour la totalité des sociétés de l'échantillon suite à l'application de loi DDAC. Cette amélioration significative est également constatée dans le cas des sociétés avec actionnariat de contrôle, bien que la littérature montre que ces types d'entreprises ont moins d'intérêt à appliquer des pratiques de gouvernance exigées par les CG (Wirtz, 2008a). D'un autre côté, l'analyse multivariée des déterminants de l'amélioration de conformité suite à la loi DDAC montre une relation négative et significative entre le score de conformité avant la loi et le niveau de l'amélioration de conformité. Ces résultats suggèrent que les différents mécanismes d'isomorphisme intégrés par l'application de la loi de DDAC ont imposé les recommandations des CG comme des pratiques légitimes dans le contexte français. Cette application s'est traduite par une pression institutionnelle plus élevée sur les entreprises qui avaient des pratiques de gouvernance moins conformes aux recommandations du code avant l'application de la loi.

Par ailleurs, nos résultats montrent que plusieurs caractéristiques spécifiques de l'entreprise liées à la recherche de légitimité, ont influencé la réponse à la pression institutionnelle exercée par les CG dans le contexte français, limitant ainsi l'harmonisation des pratiques de gouvernance entre les sociétés de notre échantillon. Dans cette perspective, les résultats montrent que l'amélioration est plus importante dans les entreprises qui ont le plus de visibilité sur le marché car cette visibilité engendre une forte pression vers la conformité. De même, le fait d'avoir un actionnariat dispersé augmente la pression sur l'entreprise pour se conformer à une référence de bonnes pratiques de gouvernance afin d'assurer la défense de la légitimité de sa structure de gouvernance devant ses actionnaires.

De plus, le rôle du cumul des fonctions de Président de Conseil et de Directeur Général montre une tendance des PDG à résister à la pression d'isomorphisme institutionnel visant l'amélioration de conformité. Cette tendance peut s'interpréter comme une résistance aux mécanismes de gouvernance censés limiter l'espace discrétionnaire des dirigeants. Toutefois, on peut signaler que sur la période postérieure à la loi DDAC, les mécanismes d'isomorphisme ont limité l'effet de ce cumul des fonctions sur la mise en conformité au code de gouvernance.

Enfin, nous ne trouvons pas d'effet significatif de la performance sur les niveaux de conformité, ce qui peut indiquer que les entreprises dans le contexte français n'ont pas utilisé de manière significative la conformité au code pour justifier leurs performances financière ou boursière.

Ces résultats nous ont conduits à étudier l'impact de l'institutionnalisation des CG via l'analyse de l'efficacité de la conformité au code. En particulier, nous avons cherché à répondre à la question concernant l'effet de cette conformité sur la performance et la qualité des informations financières qui représentent les principaux objectifs des codes de gouvernance.

L'impact de l'institutionnalisation de CG dans le contexte français sur la performance et la GR

Notre étude sur l'effet de conformité et l'amélioration de conformité au CG, nous permet de discuter l'efficacité de l'institutionnalisation des CG à travers les bénéfices tirés en termes de qualité de l'information comptable et de performance financière.

➤ *Le bénéfice tiré de l'institutionnalisation de CG en termes de GR*

Nos analyses montrent un bénéfice de l'institutionnalisation des CG en termes de qualité d'information mesurée par la gestion des résultats. En fait, notre analyse multivariée montre un lien négatif et significatif entre le score de conformité et le niveau de gestion des résultats. En plus, les moyennes des mesures de gestion des résultats sont influencées négativement et significativement par l'amélioration du score de conformité entre les deux périodes [2006, 2009] et [2010, 2013]. Sur le plan théorique, ces analyses semblent donc confirmer le rôle disciplinaire des recommandations de la nouvelle réglementation, susceptibles d'améliorer les pratiques de gouvernance et d'exercer un effet contraignant sur la gestion des résultats.

Ces résultats montrent la capacité des acteurs du marché français à assurer un certain niveau d'efficacité de la conformité déclarée par l'entreprise et à influencer les pratiques managériales de gestion des résultats. Cette influence s'est même répercutée sur les pratiques de gestion réelle des résultats, susceptibles de conduire à des décisions sous optimales et destructrices de valeur. Nos résultats vont dans le même sens que ceux de Del Brio et al. (2006) en Espagne et de Luo et Salterio (2014) au Canada sur la conformité au CG et la gestion comptable des résultats, alors qu'ils semblent différents de ceux obtenus par Price et al. (2011) au Mexique et par Haniffa et Hudaib (2006) en Malaisie. Ils sont cohérents avec l'idée que les mécanismes de gouvernance peuvent infléchir les décisions comptables et de gestion des dirigeants.

L'efficacité des CG dans le contexte français vient des mécanismes fondés sur la théorie de l'agence telle que prévue dans les codes, semble être liée au contexte institutionnel où ils sont appliqués. Cela va dans le sens de la théorie sociale de l'agence développée par Wiseman et al. (2012). Ces résultats peuvent s'interpréter comme indicateur d'une limite de l'application de codes de gouvernance dans des contextes institutionnels où les marchés sont peu matures. Dans ces marchés, les acteurs ne sont pas en mesure d'évaluer la conformité et d'exercer une pression sur les entreprises afin de garantir l'efficacité de leur gouvernance.

➤ *Le bénéfice tiré de l'institutionnalisation de CG en termes de performance*

Nos analyses montrent que l'effet positif et significatif de l'amélioration de conformité reste limité à la performance financière mesurée par le ROA. Au contraire, la performance financière mesurée par le MB n'est pas significativement associée ni avec la conformité, ni

avec l'amélioration de conformité, ce qui représente une limite dans le bénéfice tiré de la loi DDAC en termes de performance boursière. Ce résultat, suggère que la conformité au code et son amélioration ne sont pas perçues par les investisseurs comme un indicateur de structure de gouvernance efficace et capable d'améliorer la performance future de l'entreprise. En prenant en compte le fait que l'amélioration de confiance des investisseurs représente explicitement un objectif majeur des CG dont le code AFEP-MEDEF, les résultats de notre étude suggèrent que la stratégie d'institutionnalisation des CG (d'adoption et de promotion des codes par différents acteurs économiques influents comme l'AMF, l'AFEP le MEDEF) en France n'a pas réussi à atteindre l'objectif de valorisation par les investisseurs. Ainsi, dix-huit ans après la publication du premier CG en France et quatre ans après l'application du principe AOE par la loi, la conformité au CG n'est pas valorisée par les investisseurs comme une structure efficace de gouvernance, bien que la conformité au CG et l'amélioration de cette conformité soient significativement associées à la performance comptable historique publiée par l'entreprise.

Plusieurs facteurs peuvent permettre d'expliquer ce résultat. Premièrement, il s'agit de certaines caractéristiques spécifiques au contexte français car historiquement, l'État avait un rôle dominant dans le système de gouvernance, tandis que le CG a été développé par des associations privées telles que l'AFEP-MEDEF, le développement de ces codes sans participation directe des différentes parties prenantes³³. Deuxièmement, il s'agit de la nature flexible de l'application et du contrôle des CG. En fait, le principe AOE ne pose pas de sanction (AMF 2016) pour les entreprises n'appliquant pas les CG car la loi ne propose pas de mécanismes précis pour contrôler l'application des CG. Conséquemment, la perception des investisseurs concernant la capacité de conformité au code à influencer la performance future de l'entreprise peut décroître et ainsi la mise en place de CG n'a pas réussi à renforcer la confiance des investisseurs dans la structure de gouvernance.

³³ Une étude comparative récente publiée par l'AMF en 2016 montre le CG en France est le seul qui est élaboré par des sociétés privées sans participation directe des autres parties prenante comme l'investisseur institutionnel. Dans le même sens, les travaux de Wirtz (2008a) montre ce rôle dominant d'AFEP-MEDEF à rédiger les CG. Ce rôle est présenté en forme de délégation gouvernementale dans les médias (par exemple un article des Echos de Bruno Dondero le 16/10/2013 (Le Code Afep-Medef : presque une loi).

L'effet différencié des composantes des CG et la proportion des administrateurs indépendants comme une mesure de la qualité de gouvernance

➤ *L'effet différencié de composantes des CG*

Enfin, en approfondissant notre analyse sur l'impact différencié des composantes des CG sur les deux dimensions d'efficacité étudiées (la qualité d'informations et la performance), il apparaît que certaines recommandations du code sont plus efficaces dans l'accomplissement des objectifs des CG. En l'espèce, nous observons que les recommandations liées au conseil de direction montrent un impact positif et significatif sur les deux dimensions d'efficacité alors que l'effet significatif des recommandations des comités spécialisés est limité aux pratiques de GR. Par contre, les recommandations liées aux dirigeants et à leurs rémunérations semblent ne pas avoir d'effet sur les deux dimensions d'efficacité. Ces résultats peuvent s'expliquer par plusieurs facteurs. Le premier facteur est que le conseil d'administration et ses comités spécialisés représentent historiquement le premier objectif des codes. Les premiers CG accordent en effet un rôle crucial à cet organe dans le processus de surveillance de dirigeants comme c'est le cas des rapports Cadbury 1992 et Viénot 1995. Le deuxième facteur est le contenu de ces recommandations sur les rémunérations, qui n'imposent pas de contrainte sur la politique de rémunération mais qui se contente d'exiger la déclaration de leur politique de rémunérations. Ce constat qui va dans le même sens que le récent débat lié à la polémique sur les rémunérations de certains dirigeants des grandes sociétés françaises (la polémique sur les rémunérations de Carlos Ghosn le PDG de Renault et de Nissan)³⁴.

➤ *La proportion des administrateurs indépendants comme une mesure de la qualité de gouvernance*

Enfin, les tests de robustesse sur la relation entre le pourcentage d'administrateurs indépendants dans le conseil de direction et les différentes mesures de la GR et de la performance ne montrent pas une relation significative, confirmant ainsi l'importance de la mise en place d'un ensemble de mécanismes de gouvernance plus apte à influencer les pratiques managériales plutôt qu'un seul mécanisme. Ce résultat est similaire à celui obtenu dans les travaux de Rediker et Seth (1995) et Desender et al. (2013). Dans le contexte

³⁴ Les Echos, par [MAXIME AMIOT](#) | Le 26/05/16 à 19H06 « Rémunération : le rappel à l'ordre du patronat français à Carlos Ghosn » En savoir plus sur http://www.lesechos.fr/26/05/2016/lesechos.fr/021970400522_remuneration---le-rappel-a-l-ordre-du-patronat-francais-a-carlos-ghosn.htm#IyikrABgF2B4uzVZ.99

français, ce résultat complète l'étude de Piot et Janin (2007), où la variable d'indépendance du comité d'audit n'était pas en mesure d'influencer seule la gestion des résultats.

III. CONTRIBUTION

La contribution de notre recherche se représente à plusieurs plans présentés ci-dessous.

III.1. Au niveau du contexte français

➤ *Contributions théoriques*

Dans un premier temps, notre recherche participe à enrichir la littérature sur les CG au niveau national, en particulier, à compléter le manque dans la littérature sur l'institutionnalisation des CG dans le contexte français. En outre, notre étude traite les déterminants de conformité et l'impact de la conformité concernant deux objectifs fondamentaux de l'élaboration de CG (la qualité d'information financière et la performance). Par ailleurs, notre étude explore également, les déterminants et l'impact de l'amélioration de conformité suite à l'adoption du principe AOE par la loi de DDAC de 2008. Ces résultats ouvrent plusieurs voies pour l'amélioration du contenu du CG français associées à l'obligation de référence à un code de gouvernance prévue par la loi DDAC de 2008.

➤ *Contributions méthodologiques*

Cette contribution est liée premièrement au fait que notre étude analyse l'évolution de conformité pour un score assez large (28 recommandations) basé directement sur les principales recommandations des CG et sur une période assez longue et récente (2006 à 2013) par rapport aux études précédentes qui traitent le contexte français. Dans cette perspective, notre méthodologie complète les travaux de Wirtz (2008) sur l'institutionnalisation des CG en France.

En plus, dans le but d'étudier l'impact de l'institutionnalisation des CG sur la gestion des résultats dans le contexte français, nous avons analysé cette impact à la fois sur la gestion comptable et sur la gestion réelle des résultats en forme de 5 mesures. A partir d'un échantillon des 406 sociétés cotées sur

le marché Euronext de Paris, l'estimation des modèles de gestion des résultats s'est faite pour chaque couple année-secteur d'activité, ce qui a conduit à mener 6 (secteurs) x 8 années = 48 régressions par mesure de gestion des résultats. Notre étude a montré des bénéfices de l'institutionnalisations des CG en France en termes de restriction des pratiques de gestion comptable et des gestions réelles de résultats. Cette étude complète un manque dans la littérature empirique sur la relation entre l'institutionnalisation des CG sur les pratiques de la gestion réelles des résultats.

➤ *Contributions managériales et pour les organes en charge de la réglementation de la gouvernance*

Dans un deuxième temps, notre travail présente plusieurs implications sur le plan pratique. Tout d'abord, dans le contexte français, nous avons identifié différents bénéfices tirés de l'institutionnalisation des CG (en termes de qualité de l'information et de la performance comptable). En plus, nous avons identifié des limites de CG concernant son impact sur la performance boursière et l'inefficacité de certaines recommandations de CG. A partir de ces bénéfices et limites de l'institutionnalisation des CG dans le contexte français, nous invite à proposer certaines recommandations susceptibles de renforcer l'efficacité de CG :

Une des mesures peut être de rendre la référence à un CG obligatoire en gardant le principe AOE comme approche de l'application des recommandations des CG ce qui peut renforcer l'aspect coercitif des CG. Cette obligation est en vigueur dans la majorité des pays européens. Une autre mesure intéressante, c'est d'exiger aux entreprises un rapport de conformité normalisé et assez détaillé, ce qui facilite l'évaluation et la comparaison de conformité entre les entreprises et qui renforce l'aspect coercitif des CG. Cette exigence sera très utile pour l'analyse professionnelle et académique, ce qui est le cas en Allemagne où on trouve que le niveau de conformité au CG allemand est élevé Kohl et al., (2011) et où les études académiques sur les CG sont plus nombreuses, par exemple (Stiglbauer et al., 2014 ; Graf et Stiglbauer, 2008 ; Jahn et al., 2011). Dans les mêmes perspectives, compte tenu de la richesse des données disponible pour les organes en charge de la réglementation de la gouvernance en France par exemple l'AMF, l'AFEP et le MEDEF, nous invitons pour plus de collaboration entre la communauté académique et ces organes afin de mener des études plus approfondes sur les différentes recommandations des CG français, en prenant en compte la nature descriptive des rapports annuels publiés par ces organes qui restent limités à évaluer et à valoriser l'effet de conformité au CG.

Le manque d'efficacité des CG en termes de performance boursière nous invite à

recommander de renforcer la crédibilité des CG à l'égard des autres parties prenantes, en particulier les investisseurs. Ceci peut par exemple, contribuer à la participation des parties prenantes aux révisions des CG, ce qui est le cas dans plusieurs pays européens. Par ailleurs, compte tenu du rôle historique de l'Etat dans le système de gouvernance français, l'intégration de l'AMF directement dans l'élaboration et la révision de CG est susceptible d'améliorer leur crédibilité pour les autres parties prenantes.

L'inefficacité des recommandations de rémunération, permet de proposer le renforcement de l'aspect disciplinaire de ces groupes de recommandations. La proposition des exigences qui renforcent le rôle de performance à déterminer les rémunérations des dirigeants est un exemple en sachant que le principe « say on pay »³⁵ est récemment intégré dans la loi française.

III.2. Au niveau international

Tout d'abord, notre travail confirme l'existence d'un certain bénéfice de la publication de CG dans le contexte institutionnel français qui est lié au système légal de droit civil caractérisé par une faible protection des investisseurs minoritaires et par la concentration d'actionnariat. Toutefois, les différentes études comparatives dans la littérature sur les CG (Zattoni et Cuomo, 2008 ; Enrione et al., 2006) mettent le doute sur l'efficacité de la publication de CG dans ce type de contexte institutionnel.

En outre, cette recherche complète la littérature relative à l'effet de la mise en œuvre d'un code de gouvernance selon le principe AOE sur les différentes modalités de gestion des résultats. Cette question est peu étudiée dans certains pays car les études publiées se concentrent uniquement sur la gestion comptable des résultats avec des résultats souvent contrastés. Les résultats mettent en évidence une limite de l'application de codes de gouvernance dans des contextes institutionnels où les marchés sont peu matures. Sur ces marchés, les acteurs ne sont pas en mesure d'évaluer la conformité et d'exercer une pression sur les entreprises afin de garantir l'efficacité de leur gouvernance.

³⁵ Le Say on Pay est une procédure de consultation des actionnaires sur la rémunération individuelle des dirigeants mandataires sociaux. Intégré dans la version du 16 juin 2013 du Code Afep-Medef (article 24.3), il est appliqué en France depuis début 2014. <http://www.ifa-asso.com/informer/centre-de-ressources/les-questions-cles/comment-le-say-on-pay-est-il-applique-en-france.html>

IV. LIMITES ET PERSPECTIVES ET DE LA RECHERCHE

Ce travail présente plusieurs voies d'amélioration et perspectives de recherche. Tout d'abord, la taille de l'échantillon constitue une limite à la généralisation des résultats de l'étude à l'ensemble du marché français. Il serait intéressant d'étudier l'effet de la réglementation sur des sociétés plus petites, susceptibles de tirer encore un plus grand bénéfice d'une amélioration de leurs pratiques de gouvernance. Ensuite, l'étude confirme l'impact positif de la conformité au code dans le cadre du principe AOE ce qui invite à étudier dans un second temps l'effet du choix « expliquer » sur les pratiques managériales. L'institutionnalisation des CG pourrait en effet se traduire par une deuxième dimension qui est l'harmonisation des explications fournies par les entreprises afin de justifier la non-conformité aux recommandations des CG (Hooghiemstra, 2012). Sur le plan méthodologique, d'autres mesures de la qualité d'information pourraient être utilisées, comme le conservatisme ou la pertinence de l'information financière (*value relevance*). Par ailleurs, notre choix méthodologique concernant le calcul d'un score non pondéré peut se présenter comme une limite, car elle accorde la même importance à toutes les recommandations. A ce sujet, il est important de noter que dans notre recherche, nous n'avons pas établi un score de la qualité de la structure de gouvernance d'entreprise, mais juste un score basé directement sur les recommandations des CG français dans le but d'évaluer la conformité au CG. Cette méthodologie simple est fondée sur la spécificité de CG français qui accorde la même importance à toutes les recommandations. Cette méthodologie permet aussi d'éviter les critiques sur la non-objectivité des scores basés sur la méthode de pondération (Bhagat et Bolton, 2008; Daines et al., 2010; Larcker et al., 2007; Sonnenfeld, 2004).

Enfin, le bénéfice observé en termes de qualité d'information et de performance comptable dans notre étude, ouvre la question sur l'impact de l'institutionnalisation des CG sur d'autres dimensions de la performance comme la performance sociale de l'entreprise ou d'autres décisions managériales, telles que la politique de financement et d'investissement.

Références bibliographiques

Références

- Abdifatah Ahmed Haji.** (2014). The relationship between corporate governance attributes and firm performance before and after the revised code. *International Journal of Commerce and Management*, 24(2), 134–151.
- Albert, M.** (1991). *Capitalisme contre Capitalisme*, Paris: Edition du Sseuil. Ariño, Gaspar y López de Castro, Lucía (1998), *El sistema eléctrico español. Regulación y competencia*, Madrid, Montecorvo.
- Allen, F., & Gale, D.** (1995). A welfare comparison of intermediaries and financial markets in Germany and the US. *European Economic Review*, 39(2), 179-209.
- Aguilera, R. V., Cuervo-Cazurra, A.** (2009). Codes of good governance. *Corporate Governance: An International Review*, 17(3), 376-387.
- Aguilera, R. V., & Cuervo-Cazurra, A.** (2004). Codes of good governance worldwide: what is the trigger? *Organization Studies*, 25(3), 415–443.
- Ahmed Haji, A.** (2014). The relationship between corporate governance attributes and firm performance before and after the revised code: Some Malaysian evidence. *International Journal of Commerce and Management*, 24(2), 134-151.
- Akkermans, D., Van Ees, H., Hermes, N., Hooghiemstra, R., Van der Laan, G., Postma, T., & Van Witteloostuijn, A.** (2007). Corporate Governance in the Netherlands: an overview of the application of the Tabaksblat Code in 2004. *Corporate Governance: An International Review*, 15(6), 1106-1118.
- Alchian, A. A., & Demsetz, H.** (1972). Production, information costs, and economic organization. *The American Economic Review*, 62(5), 777-795.
- Alves, C., & Mendes, V.** (2004). Corporate governance policy and company performance: the Portuguese case. *Corporate Governance: An International Review*, 12(3), 290–301.
- Amihud, Y., & Lev, B.** (1981). Risk reduction as a managerial motive for conglomerate mergers. *The Bell Journal of Economics*, 605-617.
- Arcot, S., Bruno, V., & Faure-Grimaud, A.** (2010). Corporate governance in the UK: Is the comply or explain approach working? *International Review of Law and Economics*, 30(2), 193-201.
- Arcot, S., Bruno, V., & Grimaud, A. F.** (2005). Corporate governance in the UK: is the comply-or-explain approach working. *Corporate Governance at LSE Discussion Paper Series*, (1).
- Aubert, F., Grudnitski, G.** (2014). The impact of SOX on opportunistic management behavior. *International Review of Financial Analysis*, 32, 188-198.
- Banseh, M. Y., & Khansalar, E.** (2016). The Impact of the UK Corporate Governance Code 2010 on Earnings Management around Mergers and Acquisitions. *International Journal of*

Economics and Finance, 8(2), 1.

Barley, S. R., & Tolbert, P. S. (1997). Institutionalization and structuration: Studying the links between action and institution. *Organization studies*, 18(1), 93-117.

Barth, M. E., Landsman, W. R., & Lang, M. H. (2008). International accounting standards and accounting quality. *Journal of Accounting Research*, 46(3), 467-498.

Bartov, E., & Cohen, D. A. (2009). The « Numbers Game » in the Pre- and Post-Sarbanes-Oxley Eras. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 24(4), 505-534.

Bassen, A., Prigge, S., & Zöllner, C. (2008). Behind broad corporate governance aggregates: A first look at single provisions of the German corporate governance code. Available at SSRN 965355.

Bauwhede, H. V., & Willekens, M. (2008). Disclosure on Corporate Governance in the European Union. *Corporate Governance: An International Review*, 16(2), 101-115. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2008.00671.x>

Becker, C. L., DeFond, M. L., Jiambalvo, J., & Subramanyam, K. R. (1998). The effect of audit quality on earnings management. *Contemporary accounting research*, 15(1), 1-24.

Bedard, J. C., & Johnstone, K. M. (2004). Earnings manipulation risk, corporate governance risk, and auditors' planning and pricing decisions. *The Accounting Review*, 79(2), 277-304.

Beneish, M. D. (1997). Detecting GAAP violation: Implications for assessing earnings management among firms with extreme financial performance. *Journal of accounting and public policy*, 16(3), 271-309.

Beneish, M. D. (2001). Earnings management: A perspective. *Managerial Finance*, 27(12), 3-17.

Berger, P., & Luckmann, T. (1967). *The social construction of reality: A treatise on the sociology of education.* Garden City, NY: Anchor Books.

Berghe, L., van den Berghe, L., Ridder, L.D., (1999). *International Standardisation of Good Corporate Governance: Best Practices for the Board of Directors.* Springer Science & Business Media.

Berglöf, E., & Perotti, E. (1994). The governance structure of the Japanese financial keiretsu. *Journal of financial Economics*, 36(2), 259-284.

Bergstresser, D., Philippon, T. (2006). CEO incentives and earnings management. *Journal of Financial Economics*, 80(3), 511-529.

Berle, A., & Means, G. (1932). *The modern corporate and private property.* McMillian, New York, NY.

Bernard, C. (2007). *Les fondements de la comptabilité.* Paris, La Découverte.

- Bhagat, S., & Bolton, B. (2008).** Corporate governance and firm performance. *Journal of Corporate Finance*, 14(3), 257-273. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2008.03.006>
- Bertrand, M., Mullainathan, S., 2000.** Do CEOs set their own pay? The ones without principals do. National Bureau of Economic Research.
- Blau, P. M., Schoenherr, R. A. (1971).** The structure of organisations. New York: Basic Books.
- Boulton, T. J., Smart, S. B., & Zutter, C. J. (2011).** Earnings quality and international IPO underpricing. *The Accounting Review*, 86(2), 483-505.
- Bress, S. (2008).** Corporate governance in Deutschland. Köln, Eul-Verlag.
- Brown, L. D., Caylor, M. L. (2006).** Corporate governance and firm valuation. *Journal of accounting and public policy*, 25(4), 409-434.
- Brown, N. C., Pott, C., Wömpener, A. (2014).** The effect of internal control and risk management regulation on earnings quality: Evidence from Germany. *Journal of Accounting and Public Policy*, 33(1), 1-31.
- Burgstahler, D., & Dichev, I. (1997).** Earnings management to avoid earnings decreases and losses. *Journal of accounting and economics*, 24(1), 99-126.
- Burns, N., Kedia, S. (2006).** The impact of performance-based compensation on misreporting. *Journal of Financial Economics*, 79(1), 35-67.
- Cadbury A. (1992),** « The financial aspects of corporate governance. The code of best practice. », Rapport du comité sur le gouvernement d'entreprise.
- Carroll, G. R., & Hannan, M. T. (1989).** Density dependence in the evolution of populations of newspaper organizations. *American Sociological Review*, 524-541.
- Casta, J. F., & Stolowy, H. (2012).** De la qualité comptable: mesure et enjeux.
- Chang, J. C., Sun, H. L. (2009).** Crossed-listed foreign firms' earnings informativeness, earnings management and disclosures of corporate governance information under SOX. *The International Journal of Accounting*, 44(1), 1-32.
- Charreaux, G., & Wirtz, P. (2007).** Corporate governance in France. *Cahier du FARGO*, 1070201, 1-11.
- Chen, J. J., & Zhang, H. (2014).** The Impact of the Corporate Governance Code on Earnings Management – Evidence from Chinese Listed Companies. *European Financial Management*, 20(3), 596-632.
- Chen, K. Y., Elder, R. J., Hung, S. (2010).** The investment opportunity set and earnings management: Evidence from the role of controlling shareholders. *Corporate Governance: An International Review*, 18(3), 193-211.
- Chen, S. S., Huang, C. W. (2013).** The Sarbanes-Oxley Act, Earnings Management, and Post-

Buyback Performance of Open-Market Repurchasing Firms. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 48(06), 1847-1876.

Chizema, A., & Buck, T. (2006). Neo-institutional theory and institutional change: Towards empirical tests on the « Americanization » of German executive pay. *International Business Review*, 15(5), 488-504.

Chua, F., & Rahman, A. (2011). Institutional pressures and ethical reckoning by business corporations. *Journal of Business Ethics*, 98(2), 307-329.

Cicon, J. E., Ferris, S. P., Kammell, A. J., & Noronha, G. (2012). European corporate governance: A thematic analysis of national codes of governance. *European financial management*, 18(4), 620-648.

Coase, R. H. (1937). The nature of the firm. *economica*, 4(16), 386-405.

Cohen, D. A., & Zarowin, P. (2010). Accrual-based and real earnings management activities around seasoned equity offerings. *Journal of Accounting and Economics*, 50(1), 2-19.

Cohen, D. A., Dey, A., & Lys, T. Z. (2008). Real and accrual-based earnings management in the pre-and post-Sarbanes-Oxley periods. *The accounting review*, 83(3), 757-787.

Colasse, B. (2009). Cadres comptables conceptuels. *Encyclopédie de comptabilité, contrôle et audit*, 103-114.

Colasse, B., & Lesage, C. (2010). *Introduction à la comptabilité* (11ème édition).

Conyon, M. J. (1994). Corporate governance changes in UK companies between 1988 and 1993. *Corporate Governance: An International Review*, 2(2), 87-100.

Cornett, M. M., Marcus, A. J., Tehranian, H. (2008). Corporate governance and pay-for-performance: The impact of earnings management. *Journal of Financial Economics*, 87(2), 357-373.

Covaleski, M. A., & Dirsmith, M. W. (1988). An institutional perspective on the rise, social transformation, and fall of a university budget category. *Administrative Science Quarterly*, 562-587.

Creed, W. D., Scully, M. A., & Austin, J. R. (2002). Clothes make the person? The tailoring of legitimating accounts and the social construction of identity. *Organization Science*, 13(5), 475-496.

Cuomo, F., Mallin, C., & Zattoni, A. (2015). Corporate Governance Codes: A Review and Research Agenda. *Corporate Governance: An International Review*, n/a-n/a. <https://doi.org/10.1111/corg.12148>

D'Aunno, T., Sutton, R. I., & Price, R. H. (1991). Isomorphism and external support in conflicting institutional environments: A study of drug abuse treatment units. *Academy of Management Journal*, 34(3), 636-661.

Davidson, R., Goodwin-Stewart, J., & Kent, P. (2005). Internal governance structures and

earnings management. *Accounting & Finance*, 45(2), 241-267.

Davidson, S., Stickney, C. P., Weil, R. L. (1987). *Accounting: The language of business.*

Davis, G. F., Diekmann, K. A., & Tinsley, C. H. (1994). The decline and fall of the conglomerate firm in the 1980s: The deinstitutionalization of an organizational form. *American sociological review*, 547-570.

DeAngelo, L. E. (1981). Auditor size and audit quality. *Journal of accounting and economics*, 3(3), 183-199.

Dechow, P. M., Dichev, I. D. (2002). The quality of accruals and earnings: The role of accrual estimation errors. *The accounting review*, 77(s-1), 35-59.

Dechow, P. M., & Sloan, R. G. (1991). Executive incentives and the horizon problem: An empirical investigation. *Journal of accounting and Economics*, 14(1), 51-89.

Dechow, P., Ge, W., & Schrand, C. (2010). Understanding earnings quality: A review of the proxies, their determinants and their consequences. *Journal of Accounting and Economics*, 50(2), 344-401.

Dechow, P. M., & Skinner, D. J. (2000). Earnings management: Reconciling the views of accounting academics, practitioners, and regulators. *Accounting horizons*, 14(2), 235-250.

Deephouse, D. L., & Carter, S. M. (2005). An examination of differences between organizational legitimacy and organizational reputation. *Journal of management Studies*, 42(2), 329-360.

DeFond, M. L. (2010). Earnings quality research: Advances, challenges and future research. *Journal of Accounting and Economics*, 50(2-3), 402-409.

DeFond, M. L., & Jiambalvo, J. (1994). Debt covenant violation and manipulation of accruals. *Journal of accounting and economics*, 17(1-2), 145-176.

Degeorge, F., Patel, J., & Zeckhauser, R. (1999). Earnings management to exceed thresholds*. *The Journal of Business*, 72(1), 1-33.

Del Brio, E. B., Maia-Ramires, E., & Perote, J. (2006). Corporate governance mechanisms and their impact on firm value. *Corporate Ownership and Control*, 4(1), 25-36.

Desender, K. A., Aguilera, R. V., Crespi, R., & García-cestona, M. (2013). When does ownership matter? Board characteristics and behavior. *Strategic Management Journal*, 34(7), 823-842.

Dhaliwal, D., Naiker, V., & Navissi, F. (2010). The Association Between Accruals Quality and the Characteristics of Accounting Experts and Mix of Expertise on Audit Committees*. *Contemporary Accounting Research*, 27(3), 787-827.

Dichev, I. D., & Skinner, D. J. (2002). Large-sample evidence on the debt covenant

hypothesis. *Journal of accounting research*, 40(4), 1091-1123.

DiMaggio, P. (1987). Nonprofit organizations in the production and distribution of culture. *The nonprofit sector: A research handbook*, 195-220.

DiMaggio, P. J., & Powell, W. W. (1991). *The new institutionalism in organizational analysis* (Vol. 17). University of Chicago Press Chicago, IL.

DiMaggio, P., & Powell, W. (1983). The Iron Cage Revisited: Institutional Isomorphism and Collective Rationality in Organizational Fields. *AMERICAN SOCIOLOGICAL REVIEW*, 48(2), 147-160.

Dimitropoulos, P. E., Asteriou, D. (2010). The effect of board composition on the informativeness and quality of annual earnings: Empirical evidence from Greece. *Research in International Business and Finance*, 24(2), 190-205.

Dougherty, D., & Heller, T. (1994). The illegitimacy of successful product innovation in established firms. *Organization Science*, 5(2), 200-218.

Ebaid, I. E. S. (2013). Corporate governance and investors' perceptions of earnings quality: Egyptian perspective. *Corporate Governance*, 13(3), 261-273.

Ecker, F., Francis, J., Olsson, P., & Schipper, K. (2013). Estimation sample selection for discretionary accruals models. *Journal of Accounting and Economics*, 56(2), 190-211.

Eisele, A. (2012). *Target Shooting? Benchmark-driven Earnings Management in Germany*. University of St. Gallen.

Enrione, A., Mazza, C., & Zerboni, F. (2006). Institutionalizing codes of governance. *American Behavioral Scientist*, 49(7), 961-973.

Fama, E. F. (1980). Agency Problems and the Theory of the Firm. *The journal of political economy*, 288-307.

Fama, E. F., & French, K. R. (1998). Value versus Growth: The International Evidence. *The Journal of Finance*, 53(6), 1975-1999.

Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). Separation of ownership and control. *The Journal of Law & Economics*, 26(2), 301-325.

Fields, T. D., Lys, T. Z., & Vincent, L. (2001). Empirical research on accounting choice. *Journal of accounting and economics*, 31(1), 255-307.

Florou, A., & Galarniotis, A. (2007). Benchmarking Greek corporate governance against different standards. *Corporate Governance: an international review*, 15(5), 979-998.

Francis, J. R., Maydew, E. L., & Sparks, H. C. (1999). The role of Big 6 auditors in the credible reporting of accruals. *Auditing: a Journal of Practice & theory*, 18(2), 17-34.

Francis, J., LaFond, R., Olsson, P., & Schipper, K. (2004). Costs of equity and earnings

attributes. *The Accounting Review*, (79,), 967–1010.

Franz, D. R., HassabElnaby, H. R., & Lobo, G. J. (2014). Impact of proximity to debt covenant violation on earnings management. *Review of Accounting Studies*, 19(1), 473-505.

Gaio, C. (2010). The relative importance of firm and country characteristics for earnings quality around the world. *European Accounting Review*, 19(4), 693-738.

Gaver, J. J., Gaver, K. M., & Austin, J. R. (1995). Additional evidence on bonus plans and income management. *Journal of accounting and Economics*, 19(1), 3-28.

Ghosh, A., Marra, A., Moon, D. (2010). Corporate Boards, Audit Committees, and Earnings Management: Pre-and Post-SOX Evidence. *Journal of Business Finance Accounting*, 37(9-10), 1145-1176.

Givoly, D., Hayn, C. K., & Katz, S. P. (2010). Does public ownership of equity improve earnings quality? *The Accounting Review*, 85(1), 195-225.

Godard, L., & Schatt, A. (2005). Caractéristiques et fonctionnement des conseils d'administration français. *Revue française de gestion*, (5), 69-87.

Gomez, P.-Y. (2003). Jalons pour une histoire des théories du gouvernement des entreprises. *Finance Contrôle Stratégie*, 6(4), 183-208.

Gomez-Mejia, L., & Wiseman, R. M. (1997). Reframing Executive Compensation: An Assessment and Outlook. *Journal of Management*, 23(3), 291-374.

Gompers, P., Ishii, J., Metrick, A. (2003). Corporate Governance and equity prices. *Quarterly Journal Of Economics*, 118(1), 107.

Goncharov, I., Werner, J. R., Zimmermann, J. (2006). Does compliance with the German corporate governance code have an impact on stock valuation? An empirical analysis. *Corporate Governance: An International Review*, 14(5), 432-445.

Goodrick, E., & Salancik, G. R. (1996). Organizational discretion in responding to institutional practices: Hospitals and cesarean births. *Administrative Science Quarterly*, 1-28.

Granovetter, M. (1985). Economic action and social structure: The problem of embeddedness. *American journal of sociology*, 481-510.

Greenwood, R., & Hinings, C. R. (1996). Understanding radical organizational change: Bringing together the old and the new institutionalism. *Academy of management review*, 21(4), 1022-1054.

Greenwood, R., Suddaby, R., & Hinings, C. R. (2002). Theorizing change: The role of professional associations in the transformation of institutionalized fields. *Academy of management journal*, 45(1), 58-80.

Gregory, H. J. (2002). Comparative matrix of corporate governance codes relevant to the

European Union and its member states. Weil Gotshal and Manges LLP.

Haniffa, R., & Hudaib, M. (2006). Corporate governance structure and performance of Malaysian listed companies. *Journal of Business Finance & Accounting*, 33(7-8), 1034-1062.

Haw, I. M., Hu, B., Hwang, L. S., Wu, W. (2004). Ultimate ownership, income management, and legal and extra-legal institutions. *Journal of accounting research*, 42(2), 423-462.

Hawley, A. H. (1986). *Human ecology: A theoretical essay.* University of Chicago Press.

Healy, P. M. (1985). The effect of bonus schemes on accounting decisions. *Journal of accounting and economics*, 7(1), 85-107.

Healy, P. M., & Wahlen, J. M. (1999). A review of the earnings management literature and its implications for standard setting. *Accounting horizons*, 13(4), 365-383.

Holder, A. D., Karim, K. E., Robin, A. (2013). Was Dodd-Frank justified in exempting small firms from Section 404b compliance?. *Accounting Horizons*, 27(1), 1-22.

Hooghiemstra, R. (2012). What determines the informativeness of firms' explanations for deviations from the Dutch corporate governance code? *Accounting and Business Research*, 42(1), 1-27.

Hooghiemstra, R., & van Ees, H. (2011). Uniformity as response to soft law: Evidence from compliance and non-compliance with the Dutch corporate governance code. *Regulation & Governance*, 5(4), 480-498.

Hossain, M., Mitra, S., Rezaee, Z., Sarath, B. (2011). Corporate Governance and Earnings Management in the Pre- and Post-Sarbanes-Oxley Act Regimes Evidence from Implicated Option Backdating Firms. *Journal of Accounting, Auditing Finance*, 26(2), 279-315.

Iliev, P. (2010). The effect of SOX Section 404: Costs, earnings quality, and stock prices. *The Journal of Finance*, 65(3), 1163-1196.

Iskander, M.R., Chamlou, N., (2000). *Corporate governance: A framework for implementation.* World Bank Publications.

Jahn, D. F., Rapp, S. M., Strenger, C., & Wolff, M. (2011). Die Wirkungen des Deutschen Corporate Governance Kodex aus Investorenperspektive: Ergebnisse einer Studie. *Z Corp Gov*, 6(2), 64-68.

Jeanjean T. (2001), « Incitations et contraintes à la gestion du résultat », *Comptabilité, contrôle, audit*, Tome 7, vol.1, pp. 61-76.

Jeanjean, T. (2002). *Gestion du résultat: mesure et démesure.*

Jensen M. et Meckling W. (1976). Theory of the firm : managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.

Jeter, D. C., Shivakumar, L. (1999). Cross-sectional estimation of abnormal accruals using quarterly and annual data: Effectiveness in detecting event-specific earnings management.

Accounting and Business Research, 29(4), 299-319.

Jones J. (1991), « Earnings management during import relief investigations », *Journal of Accounting Research*, vol. 29, pp. 193-228.

Kalelkar, R., Nwaeze, E. T. (2011). Sarbanes–Oxley Act and the quality of earnings and accruals: Market-based evidence. *Journal of Accounting and Public Policy*, 30(3), 275-294.

Karlsson-Vinkhuyzen, S. I., & Vihma, A. (2009). Comparing the legitimacy and effectiveness of global hard and soft law: An analytical framework. *Regulation & Governance*, 3(4), 400-420.

Keasey, K., Thompson, S., & Wright, M. (2005). *Corporate Governance: Accountability, Enterprise and International Comparisons*. John Wiley & Sons.

Klein A. (2002), « Audit committee, board of director characteristics, and earnings management », *Journal of Accounting and Economics*, vol. 33, Issue 3, Août, pp. 375-400.

Kohl, C., Rapp, M., Strenger, C., & Wolff, M. (2011). *Current Topics in Corporate Governance: Code Compliance and Corporate Performance*. Center for Corporate Governance, Handelshochschule.

Kothari, S. P., Leone, A. J., Wasley, C. E. (2005). Performance matched discretionary accrual measures. *Journal of accounting and economics*, 39(1), 163-197.

Kraatz, M. S., Zajac, E. J. (1996). Exploring the limits of the new institutionalism: The causes and consequences of illegitimate organizational change. *American sociological review*, 812-836.

Krambia-Kapardis, M., & Psaros, J. (2006). *The Implementation of Corporate Governance Principles in an Emerging Economy: a critique of the situation in Cyprus*. *Corporate Governance: An International*

La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. (1999). The quality of government. *Journal of Law, Economics, and organization*, 15(1), 222–279.

La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. (2000). Investor protection and corporate governance. *Journal of financial economics*, 58(1), 3-27.

La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). Legal determinants of external finance. *The journal of finance*, 52(3), 1131 - 1150.

Lesourne, J. (1998). *Le modèle français: grandeur et décadence*. Odile Jacob.

Leuz, C., Nanda, D., Wysocki, P. D. (2003). Earnings management and investor protection: an international comparison. *Journal of financial economics*, 69(3), 505-527.

Lin, J.W., Hwang, M.I., 2010. Audit quality, corporate governance, and earnings management: A meta-analysis. *International Journal of Auditing* 14, 57–77.

Loomis, C. J. (1999). Lies, damned lies, and managed earnings. *Fortune*, 140(3), 74–92.

- Luo, Y., & Salterio, S. E. (2014).** Governance Quality in a “Comply or Explain” Governance Disclosure Regime: Governance Quality. *Corporate Governance: An International Review*, 22(6), 460–481.
- Maassen, G. F., van den Bosch, F. A. J., & Volberda, H. (2004).** The importance of disclosure in corporate governance self-regulation across Europe: A review of the Winter Report and the EU Action Plan. *International Journal of Disclosure & Governance*, 1(2), 146–159.
- Machuga, S., Teitel, K. (2007).** The effects of the Mexican corporate governance code on quality of earnings and its components. *Journal of International Accounting Research*, 6(1), 37-55.
- Machuga, S., & Teitel, K. (2009).** Board of director characteristics and earnings quality surrounding implementation of a corporate governance code in Mexico. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 18(1), 1–13.
- MacNeil, I., Li, X. (2006).** “Comply or Explain”: market discipline and non-compliance with the Combined Code. *Corporate Governance: An International Review*, 14(5), 486-496.
- Mallin, C., & Ow-Yong, K. (2012).** Factors influencing corporate governance disclosures: evidence from Alternative Investment Market (AIM) companies in the UK. *The European Journal of Finance*, 18(6), 515-533.
- Mard, Y. (2004).** Gestion des résultats comptables: l’influence de la politique financière, de la performance et du contrôle. In *Normes et Mondialisation* (p. CD–Rom). **Mard, Y., & Marsat, S. (2012).** Gestion des résultats comptables et structure de l’actionnariat: le cas français. *Comptabilité-Contrôle-Audit*, 18(3), 11–42.
- Martinez, I., & Serve, S. (2011).** Gestion des résultats et retraits volontaires de la cote : Le cas des OPRO en France, *Tome 17(1)*, 7–35.
- Martinez, R. J., & Dacin, M. T. (1999).** Efficiency motives and normative forces: Combining transactions costs and institutional logic. *Journal of Management*, 25(1), 75-96.
- McKnight, P. J., & Weir, C. (2009).** Agency costs, corporate governance mechanisms and ownership structure in large UK publicly quoted companies: A panel data analysis. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 49(2), 139–158.
- McNichols, M. F. (2001).** Research design issues in earnings management studies. *Journal of accounting and public policy*, 19(4), 313-345.
- Meyer, H. D., Rowan, B. (2006).** Institutional analysis and the study of education. *The new institutionalism in education*, 1-13.
- Meyer, J. W., & Rowan, B. (1977).** Institutionalized organizations: Formal structure as myth and ceremony. *American journal of sociology*, 340-363.
- Miwa, Y., Wirtz, P., Mizuno, M., Khenissi, M., & others. (2016).** Professional Asset Managers and the Evolution of Corporate Governance in France and Japan: Lessons from a

Questionnaire Survey (No. hal-01278443).

Michaïlesco, C. (2009). Encyclopédie de Comptabilité, Contrôle de gestion et Audit. Encyclopédie de Comptabilité, Contrôle de gestion et Audit.

Mizik, N. (2010). The theory and practice of myopic management. *Journal of Marketing Research*, 47(4), 594-611.

Moerland, P. W. (1995). Alternative disciplinary mechanisms in different corporate systems. *Journal of Economic Behavior & Organization*, 26(1), 17-34.

Nietsch, M. (2005). Corporate Governance and Company Law Reform: a German perspective. *Corporate Governance: An International Review*, 13(3), 368-376. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2005.00431.x>

Nowak, E., Rott, R., & Mahr, T. G. (2006). The (Ir) relevance of disclosure of compliance with corporate governance codes-evidence from the German stock market. *Swiss Finance Institute Research Paper Series*, (06-11).

O Shea, N. (2005). Corporate Governance Where we are and what's next. *Accountancy Ireland*, 37(6), 33.

Oliver, C. (1991). Strategic responses to institutional processes. *Academy of management review*, 16(1), 145-179.

Osma, B. G. (2008). Board independence and real earnings management: The case of R&D expenditure. *Corporate Governance: An International Review*, 16(2), 116-131.

Ow-Yong, K., & Kooi Guan, C. (2000). Corporate Governance Codes: a comparison between Malaysia and the UK. *Corporate Governance*, 8(2), 125-132. <https://doi.org/10.1111/1467-8683.00190>

Parum, E. (2005). Does disclosure on corporate governance lead to openness and transparency in how companies are managed? *Corporate Governance: An International Review*, 13(5), 702-709.

Petersen, M. A. (2009). Estimating standard errors in finance panel data sets: Comparing approaches. *Review of financial studies*, 22(1), 435-480.

Peyrelevade, J. (1998). Le« corporate governance » ou Les fondements incertains d'un nouveau pouvoir. *Fondation Saint-Simon*.

Posner, R. A. (1974). *Theories of economic regulation*. National Bureau of Economic Research Cambridge, Mass., USA.

Powell Walter, W., & DiMaggio, P. J. (1991). *The new institutionalism in organizational analysis*. Chicago: University of Chicago. Retrieved from

Powell, W. E. D. (1991). *PJ (eds) The new institutionalism in organizational analysis*. University of Chicago Press.

- Price, R., Román, F. J., Rountree, B.** (2011). The impact of governance reform on performance and transparency. *Journal of Financial Economics*, 99(1), 76-96.
- Prior, D.** (2008). *Consolidación de Estados Financieros*. José Ramón González, 105.
- Raffournier, B.** (1995). The determinants of voluntary financial disclosure by Swiss listed companies. *European accounting review*, 4(2), 261-280.
- Rahman, A., Yammeesri, J., & Perera, H.** (2010). Financial reporting quality in international settings: A comparative study of the USA, Japan, Thailand, France and Germany. *The International Journal of Accounting*, 45(1), 1-34.
- Rappaport, A.** (1989). The staying power of the public corporation. *Harvard business review*, 68(1), 96-104.
- Rediker, K. J., & Seth, A.** (1995). Boards of directors and substitution effects of alternative governance mechanisms. *Strategic Management Journal*, 16(2), 85-99.
- Refait-Alexandre, C., Duhamel, J. C., Fasterling, B.** (2014). La recherche de légitimité par la conformité aux codes de gouvernance d'entreprise. Une analyse des déclarations de conformité des sociétés françaises du SBF 120. *Management Avenir*, (3), 32-51.
- Renders, A., Gaeremynck, A., & Sercu, P.** (2010). Corporate-Governance Ratings and Company Performance: A Cross-European Study. *Corporate Governance: An International Review*, 18(2), 87-106.
- Rose, C.** (2016). Firm performance and comply or explain disclosure in corporate governance. *European Management Journal*, 34(3), 202-222.
- Ronen, J., & Yaari, V.** (2008). *Earnings management*. Springer.
- Roychowdhury, S.** (2006). Earnings management through real activities manipulation. *Journal of Accounting and Economics*, 42(3), 335-370.
- Safari, M., Mirshekary, S., & Wise, V.** (2015). Compliance with Corporate Governance Principles: Australian Evidence. *Australasian Accounting, Business and Finance Journal*, 9(4), 3-19.
- Salterio, S. E., Conrod, J. E., & Schmidt, R. N.** (2013). Canadian evidence of adherence to « comply or explain » corporate governance codes: An international comparison. *Accounting Perspectives*, 12(1), 23-51.
- Santhosh Abraham, Claire Marston, & Edward Jones.** (2015). Disclosure by Indian companies following corporate governance reform. *Journal of Applied Accounting Research*, 16(1), 114-137.
- Schipper K.** (1989). Commentary on earnings management. *Accounting Horizons*, vol. 3, 91-102.
- Scott, J. C.** (2008). *Weapons of the weak: Everyday forms of peasant resistance*. Yale

university Press.

Scott, R. W. (2001) *Institutions and Organizations*. Thousand Oaks, CA: Sage

Scott, W. R. (1987). The adolescence of institutional theory. *Administrative science quarterly*, 493-511.

Scott, W. R., & Christensen, S. (1995). *The institutional construction of organizations: International and longitudinal studies*. Sage Publications, Inc.

Seidl, D., Sanderson, P., & Roberts, J. (2013). Applying the ‘comply-or-explain’ principle: discursive legitimacy tactics with regard to codes of corporate governance. *Journal of Management & Governance*, 17(3), 791-826.

Sergakis, K. (2014). Deconstruction and reconstruction of the “comply or explain” principle in EU capital markets. *Accounting, Economics and Law*.

Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1986). Large shareholders and corporate control. *The Journal of Political Economy*, 461-488.

Singer, Z., You, H. (2011). The effect of Section 404 of the Sarbanes-Oxley Act on earnings quality. *Journal of Accounting, Auditing Finance*, 26(3), 556-589.

Smith, C. W., & Warner, J. B. (1979). On financial contracting: An analysis of bond covenants. *Journal of financial economics*, 7(2), 117-161.

Smith, R. C., & Walter, I. (2006). *Governing the modern corporation: capital markets, corporate control, and economic performance*. Oxford University Press.

Sobhan, A. (2016). Where Institutional Logics of Corporate Governance Collide: Overstatement of Compliance in a Developing Country, Bangladesh. *Corporate Governance: An International Review*, n/a-n/a.

Stiglbauer, M. (2010). Choice and performance of corporate governance mechanisms in the German financial sector and the financial crisis. *Banks and Bank Systems*, 5(3), 33-42.

Stiglbauer, M., Velte, P. (2012). Compliance with the German Corporate Governance Code and firm performance: a ten-year experience. *International Journal of Behavioural Accounting and Finance*, 3(1), 5-23.

Stiglbauer, M., & Velte, P. (2014). Impact of soft law regulation by corporate governance codes on firm valuation: the case of Germany. *Corporate Governance*, 14(3), 395-406.

Stolowy, H., & Breton, G. (2003). La gestion des données comptables: une revue de la littérature. *Comptabilité-Contrôle-Audit*, 9(1), 125-151.

Suchman, M. C. (1995). Managing legitimacy: Strategic and institutional approaches. *Academy of management review*, 20(3), 571-610.

Tariq, Y. B., & Abbas, Z. (2013). Compliance and multidimensional firm performance: Evaluating the efficacy of rule-based code of corporate governance. *Economic Modelling*, 35,

565-575.

Thomas Kaspereit, Kerstin Lopatta, & Jochen Zimmermann. (2015). Does compliance with the German Corporate Governance Code pay off?: An investigation of the implied cost of capital. *The Journal of Risk Finance*, 16(3), 344-376. <https://doi.org/10.1108/JRF-10-2014-0150>

Thornton, P. H., & Ocasio, W. (2008). Institutional logics. *The Sage handbook of organizational institutionalism*, 840, 99-128.

Tolbert, P. S., & Zucker, L. G. (1983). Institutional Sources of Change in the Formal Structure of Organizations: The Diffusion of Civil Service Reform, 1880-1935. *Administrative Science Quarterly*, 28(1), 22.

Wallace Semkow, B. (1994). Chinese corporate governance and finance in Taiwan. *Butterworths Journal of International Banking and Financial Law*, 9(11), 528-540.

Wang, D. (2006). Founding family ownership and earnings quality. *Journal of Accounting Research*, 44(3), 619-656.

Warfield, T. D., Wild, J. J., Wild, K. L. (1995). Managerial ownership, accounting choices, and informativeness of earnings. *Journal of Accounting and Economics*, 20(1), 61-91.

Watts R. et Zimmerman J. (1978), Towards a positive theory of the determination of accounting standards. *The Accounting Review*, vol. 53, pp. 112-134.

Waweru, N. M., & Riro, G. K. (2013). Corporate governance, firm characteristics and earnings management in an emerging economy. *Journal of Applied Management Accounting Research*, 11(1), 43.

Weber, S. (2011). *Externes Corporate Governance Reporting börsennotierter Publikumsgesellschaften: Konzeptionelle Vorschläge zur Weiterentwicklung der unternehmerischen Berichterstattung*. Springer-Verlag.

Weir, C., Laing, D., & McKnight, P. J. (2002). Internal and external governance mechanisms: their impact on the performance of large UK public companies. *Journal of Business Finance & Accounting*, 29(5-6), 579-611.

Werder, A. v, & Talaulicar, T. (2006). Corporate governance developments in Germany. *Handbook On International Corporate Governance-Country Analyses*.

Werder, A. v, Talaulicar, T., & Kolat, G. L. (2005). Compliance with the German Corporate Governance Code: an empirical analysis of the compliance statements by German listed companies. *Corporate Governance: An International Review*, 13(2), 178-187. **Westphal**, J. D., Gulati, R., & Shortell, S. M. (1997). Customization or conformity? An institutional and network perspective on the content and consequences of TQM adoption. *Administrative Science Quarterly*, 366-394.

White, H. (1980). A heteroskedasticity-consistent covariance matrix estimator and a direct

test for heteroskedasticity. *Econometrica: Journal of the Econometric Society*, 817-838.

Williamson, O. E. (1988). Corporate finance and corporate governance. *The journal of finance*, 43(3), 567-591.

Wirtz, P. (2004a). «Meilleures pratiques» de gouvernance, théorie de la firme et modèles de création de valeur: Une appréciation critique des codes de bonne conduite. Résumé.

Wirtz, P. (2004b). The Changing Institutions of Governance in Corporate France: What Drives the Process? Available at SSRN 1705593.

Wirtz, P. (2008a). Les meilleures pratiques de gouvernance d'entreprise (p. 121). la Découverte.

Wirtz, P. (2008b). L'institutionnalisation croissante du discours sur les «meilleures pratiques» de gouvernance en France:un état des lieux (Working Papers CREGO No. 1080602). Université de Bourgogne - CREGO EA7317 Centre de recherches en gestion des organisations.

Wiseman, R. M., Cuevas-Rodríguez, G., & Gomez-Mejia, L. R. (2012). Towards a social theory of agency. *Journal of Management Studies*, 49(1), 202–222.

Xie, B., Davidson III, W. N., & DaDalt, P. J. (2003). Earnings management and corporate governance: the role of the board and the audit committee. *Journal of Corporate Finance*, 9(3), 295-316.

Yaari, V. (2008). *Earnings Management: Emerging Insights in Theory, Practice, and Research*. Springer Series in Accounting Scholarship. Springer.

Yoshikawa, T., & Rasheed, A. A. (2009). Convergence of Corporate Governance: Critical Review and Future Directions. *Corporate Governance: An International Review*, 17(3), 388-404.

Yoshikawa, T., Tsui-Auch, L. S., & McGuire, J. (2007). Corporate governance reform as institutional innovation: The case of Japan. *Organization Science*, 18(6), 973-988.

Yu F. (2008). Analyst coverage and earnings management. *Journal of Financial Economics*, 88(2), 245-271.

Zang, A. Y. (2011). Evidence on the trade-off between real activities manipulation and accrual-based earnings management. *The Accounting Review*, 87(2), 675-703.

Zattoni, A., & Cuomo, F. (2008). Why Adopt Codes of Good Governance? A Comparison of Institutional and Efficiency Perspectives. *Corporate Governance: An International Review*, 16(1), 1-15.

Zgarni, I., Halioui, K., Zehri, F. (2014). Do the Characteristics of Board of Directors Constrain Real Earnings Management in Emerging Markets?-Evidence from the Tunisian Context. *IUP Journal of Accounting Research Audit Practices*, 13(1).

Zucker, L. G. (1977). The role of institutionalization in cultural persistence. *American*

sociological review, 726-743.

Liste des figures	1
Liste des tableaux	2
Liste des abréviations	3
Introduction générale	4
Chapitre I - Contexte et cadre théorique de recherche	15
I. LE DEVELOPPEMENT DES CODES DE GOUVERNANCE	17
I.1. L'institutionnalisation des codes de gouvernance au niveau international	17
I.1.1. Développement historique des codes de gouvernance	18
I.1.2. Acteurs impliqués dans l'élaboration de codes et rôle des organisations internationales	20
I.1.3. Les fondements des codes de gouvernance	22
I.2. Le développement des codes de gouvernance en France	25
I.2.1. Fondements culturels et historiques du système de gouvernance français	26
I.2.2. Les rapports Viénot et Bouton	29
I.2.3. L'environnement légal de la gouvernance d'entreprise en France	33
I.2.4. Le code AFEP-MEDEF	35
II. LA QUALITE DE L'INFORMATION FINANCIERE ET LA GESTION DES RESULTATS COMPTABLES	38
II.1. La qualité de l'information financière	38
II.1.1. La qualité de l'information financière à travers les cadres conceptuels comptables	38
II.1.2. La mesure de la qualité de l'information financière dans la littérature	41
II.2. La gestion des résultats comptables : modalités et déterminants	44
II.2.1. Définitions de la gestion des résultats comptables	44
II.2.2. La distinction entre gestion comptable et gestion réelle des résultats	46

II.2.3. Les déterminants de la gestion des résultats comptables	48
III. LES THEORIES SOUS-JACENTES A L'ETUDE DES CODES DE GOUVERNANCE	50
III.1. La théorie d'Agence	50
III.1.1. Les fondements de la théorie d'Agence	50
III.1.2. Les codes de gouvernance et l'approche disciplinaire de la gouvernance (la théorie d'agence).....	53
III.2. La théorie institutionnelle et l'institutionnalisation des codes de gouvernance	55
III.2.1. Les fondements de la théorie institutionnelle.....	56
III.2.2. Le changement institutionnel dans la littérature et le processus d'institutionnalisation des CG via le principe AOE.....	58
III.2.3. L'institutionnalisation des CG en France	63
IV. LA REVUE DE LITTERATURE ET L'ARTICULATION DES QUESTIONS DE RECHERCHE	65
IV.1. La revue de la littérature	65
IV.1.1. La littérature sur les CG dans le contexte international	65
IV.1.2. La littérature sur les CG dans le contexte français.....	72
IV.2. L'articulation des questions de recherche	74
Chapitre II - L'institutionnalisation des codes de gouvernance en France via l'approche appliquer ou expliquer, le cas des sociétés du SBF 120	79
I. INTRODUCTION.....	81
II. CODES DE GOUVERNANCE ET MISE EN CONFORMITE AUX CODES	84
II.1. Les codes de gouvernance et le principe AOE en France	84
II.1.1. Les codes de gouvernance en France	84
II.1.2. La référence à un code de gouvernance dans le cadre de la loi DDAC	85
II.2. La conformité aux Codes de gouvernance et le principe « AOE» : revue de littérature et hypothèses.....	86
II.2.1. Le principe « AOE» comme mécanisme d'institutionnalisation	86

II.2.2. Hypothèses de recherche	88
III. METHODOLOGIE DE LA RECHERCHE	90
III.1. Période et échantillon d'étude	90
III.1.1. Le choix de la période d'étude	90
III.1.2. L'échantillon d'étude	90
III.2. Evaluation du score de conformité au code de gouvernance.....	91
III.3. Modèles de recherche	92
IV. RESULTATS	95
IV.1. Statistiques descriptives et tests univariés	95
IV.1.1. Statistiques descriptives	95
IV.1.2. Tests univariés.....	96
IV.2. Tests multivariés.....	98
IV.2.1. Tests de régression des déterminants de la conformité au code de gouvernance (modèle 1).....	98
IV.2.2. Test de régression des déterminants de l'évolution du niveau de conformité sur la période d'étude (modèle 2)	100
IV.3. Tests de robustesse	102
V. CONCLUSION ET DISCUSSION.....	103
VI. ANNEXES	107

Chapitre III - L'institutionnalisation des codes de gouvernance en France et leur impact sur la gestion des résultats, le cas des sociétés du SBF 120..... 116

I. INTRODUCTION.....	118
II. LES CODES DE GOUVERNANCE ET LE PRINCIPE AOE EN FRANCE.....	121
II.1. Les codes de gouvernance en France avant la loi DDAC	121
II.2. La référence à un code de gouvernance dans le cadre de la loi DDAC	122
II.3. La conformité aux Codes de gouvernance selon le principe AOE.....	123
III. CODE DE GOUVERNANCE ET GESTION DES RESULTATS COMPTABLES :	

REVUE DE LITTERATURE ET HYPOTHESES.....	124
III.1. La gestion des résultats comptables : définition et modalités	124
III.2. L'influence de la loi DDAC sur la gestion des résultats des sociétés françaises cotées 126	
III.3. L'impact différencié des mécanismes prévus dans le code de gouvernance sur la gestion des résultats comptables.....	129
IV. METHODOLOGIE DE LA RECHERCHE	131
IV.1. Période de d'étude et échantillons	131
IV.1.1. Le choix de la période d'étude	131
IV.1.2. Les échantillons d'étude et d'estimation	132
IV.2. Evaluation du score de conformité au code de gouvernance.....	133
IV.3. Mesures de la gestion des résultats.....	134
IV.3.1. Mesures de la gestion comptable	135
IV.3.2. Mesure de la gestion réelle	136
IV.4. Modèles de recherche	137
V. RESULTATS	140
V.1. Statistiques descriptives et tests univariés	140
V.1.1. Statistiques descriptives	140
V.1.2. Test univarié de l'effet de la conformité sur la gestion des résultats	143
V.2. Tests multivariés.....	144
V.2.1. Test de régression du score de conformité sur la gestion des résultats	144
V.2.2. Test de régression de l'évolution du niveau de conformité sur la gestion des résultats	146
V.2.3. Test de régression du sous-score de conformité sur la gestion des résultats....	148
V.3. Tests de robustesse	150
VI. DISCUSSION ET CONCLUSION.....	152
VII. ANNEXES	155

Chapitre IV - L'institutionnalisation des codes de gouvernance en France et leur impact sur la performance financière, le cas des sociétés du SBF 120	165
I. INTRODUCTION.....	167
II. L'INSTITUTIONNALISATION DES CODES DE GOUVERNANCE EN FRANCE	169
II.1. Le développement historique des CG au niveau international	170
II.2. Les codes de gouvernance en France	171
II.2.1. Le contenu de CG en France	171
II.2.2. L'approche adoptée pour la mise en œuvre de CG en France.....	172
III. CODE DE ET PERFORMANCE : REVUE DE LITTERATURE ET HYPOTHESES	173
III.1. L'influence de la loi DDAC sur la performance des sociétés françaises cotées	173
III.2. L'impact différencié des mécanismes prévus dans le code de gouvernance sur la performance des entreprises	178
IV. METHODOLOGIE DE RECHERCHE.....	179
IV.1. Période et échantillons d'étude.....	180
IV.1.1. Le choix de la période d'étude	180
IV.1.2. L'échantillon d'étude	180
IV.2. Evaluation du score de conformité au code de gouvernance.....	181
IV.3. Mesure de performance	183
IV.4. Modèles de recherche	183
V. RESULTATS	186
V.1. Statistiques descriptives et tests univariés	186
V.1.1. Statistiques descriptives	186
V.1.2. Test univarié de l'effet de la conformité sur la performance	189
V.2. Tests multivariés.....	190
V.2.1. Tests de régression du score de conformité sur la performance.....	190
V.2.2. Test de régression de l'évolution du niveau de conformité sur la performance	

financière.....	192
V.2.3. Test de régression du sous-score de conformité sur la performance financière 194	
V.3. Tests de robustesse	197
VI. DISCUSSION ET CONCLUSION.....	198
VII. ANNEXES	201
Chapitre V - Conclusion et discussion générale	209
I. SYNTHÈSE DES PRINCIPAUX RESULTATS ET DISCUSSION.....	210
II. DISCUSSION	212
III. CONTRIBUTION.....	217
III.1. Au niveau du contexte français	217
III.2. Au niveau international	219
IV. LIMITES ET PERSPECTIVES ET DE LA RECHERCHE.....	220
Références	222