



MISSION DE RECHERCHE
Droit & Justice

Valeur de la gouvernance d'entreprise et gouvernance des valeurs de l'entreprise

**Recherche sur les effets des codes de gouvernance et les stratégies de
communication en matière de gouvernance**

**Recherche réalisée avec le soutien de la Mission de recherche Droit et Justice
(Convention de recherche n° 215.01.05.14.)**

NOTE DE SYNTHÈSE

(Septembre 2017)

Responsables scientifiques du projet

Jean-Christophe Duhamel

Docteur en droit, Ingénieur de recherche, Faculté de Droit - Lille 2

Réda Sefsaf

Maître de conférences, Faculté Finance, Banque, Comptabilité – Lille 2

Problématique et objectif de la recherche :

La gouvernance d'entreprise, et spécifiquement les recommandations figurant dans les codes du même nom, ne peuvent plus être ignorées du monde des grandes sociétés cotées. Le principe dit du « *comply or explain* » (« se conformer ou s'expliquer ») est devenu un pivot de la communication des entreprises en la matière, lesquelles doivent *a minima* déclarer tous les ans dans quelle mesure elles appliquent les recommandations d'un code de bonne conduite, et expliquer pourquoi elles n'en appliqueraient pas certaines dispositions. Quel effet ce mécanisme légal d'information emporte-t-il quant au caractère proprement juridique des codes de gouvernance ? Quel impact la conformité déclarée à l'égard de ces recommandations a-t-elle sur les performances des entreprises ? Autant de questions légitimes qui ne trouvent pourtant pas de réponses bien nettes, à la fois en droit et en sciences de gestion. D'où l'intuition à la base de ce projet de recherche : au lieu de s'évertuer à peser la valeur des recommandations des codes de gouvernance, peut-être serait-il davantage opportun de s'interroger sur l'hypothèse d'une gouvernance stratégique des valeurs de l'entreprise par le biais de sa communication.

La présente recherche a donc pour objectif de traiter l'hypothèse suivante :

La valeur des codes de gouvernance d'entreprise serait difficilement déterminable, aussi bien du point de vue juridique que de celui des sciences de gestion ; en revanche, la déclaration de gouvernance aurait une dimension stratégique pour la société, en ce qu'elle lui permettrait de développer une communication d'ordre éthique sur ces valeurs de gouvernance, dépendante de caractéristiques conjoncturelles et structurelles.

La première partie de ce rapport s'intitule « Analyse de la valeur de la gouvernance d'entreprise ». Elle se divise elle-même en deux chapitres, abordant respectivement « la valeur juridique des normes de gouvernance d'entreprise » et « la valeur de la gouvernance d'entreprise en sciences de gestion ». Ces développements démontrent, sur la base du droit positif et de l'état de l'art, qu'il demeure difficile d'apprécier clairement lesdites valeurs dans ces deux champs disciplinaires. En comparaison, la seconde partie, intitulée « L'hypothèse d'une gouvernance des valeurs de l'entreprise », entend développer une démarche empirique plus complexe. Si la communication en matière de gouvernance d'entreprise devait être tenue pour la production d'un discours, d'« histoires racontées¹ » aux différentes parties prenantes et notamment aux actionnaires, alors il conviendrait de caractériser, non pas la valeur de la gouvernance, mais la gouvernance, prise au sens de "pilotage", des valeurs de l'entreprise. La séduction qu'opère cette hypothèse est proportionnelle à la difficulté de la tester. En effet, quelles explications peut-on donner aux choix de gouvernance déclarés par les sociétés ? Peut-être la volonté d'entretenir la confiance des investisseurs et partant la performance boursière, alors même que les résultats de la société ne seraient pas au rendez-vous... Mais comment l'établir ? Peut-être peut-on penser que la structure du capital, composée par exemple significativement d'investisseurs institutionnels, inciterait davantage la société à se montrer soucieuse de sa conformité aux bonnes pratiques figurant dans les code de gouvernance, tandis qu'une société aux mains d'un actionnaire de contrôle serait moins sensible à ce genre de considérations... Mais comment le prouver ? Pour tenter de dépasser ce qui risquerait de demeurer de suspicieuses supputations, le choix méthodologique d'une double démarche empirique a été opéré.

¹ Albouy (M.), « Les histoires racontées aux actionnaires », *RFG* 2005, vol. 31, pp. 213-232.

Choix méthodologiques :

La méthodologie qui sous-tend la démarche du projet de recherche a surtout donné lieu à de profondes réflexions s'agissant de la seconde partie de l'hypothèse testée, soit de la seconde partie du rapport. La première partie, en revanche, a consisté plus classiquement à dresser un état de l'art dans les champs respectifs du droit et des sciences de gestion, articulé autour du sujet de la valeur de la gouvernance pour ces deux disciplines. Les conclusions de cette première partie ont légitimé le basculement vers la seconde partie, bien plus originale donc du point de vue de la méthode.

Dans l'optique d'avancer dans l'hypothèse d'une communication stratégique de la société en matière de gouvernance d'entreprise, une démarche qualitative et une démarche économétrique ont été menées. L'objectif de ces deux phases a été pensé différemment. La première a eu essentiellement pour ambition de consolider la pertinence de l'hypothèse d'un usage stratégique des déclarations de gouvernance, grâce à l'élaboration d'un questionnaire en ligne et à la sollicitation d'entretiens auprès de personnes autorisées dans le champ de la recherche. La seconde a consisté à observer le réel, et à tenter d'isoler des corrélations significatives d'un point de vue statistique entre des variables indépendantes de performance et de structure des entreprises, et des variables dépendantes de gouvernance représentant les conformités / non-conformités déclarées aux codes. Outre la constitution d'une riche base de données dont les caractéristiques sont présentées au point suivant de la présente synthèse, cette phase a impliqué l'élaboration d'un modèle statistique de régression logistique, visant à identifier ces corrélations. Cette technique, usuelle en économétrie, permet de quantifier la force de l'association entre chaque variable indépendante et des variables dépendantes. Des corrélations significatives ont été recherchées, aux seuils de 5% et 10%, ce qui signifie d'un point de vue statistique que les relations sont extrapolables avec une marge d'erreur maximale soit de 5% des cas, soit de 10% des cas. Dit autrement, une relation de cause à effet entre la variable de performance ou de structure et la variable de gouvernance est statistiquement avérée à une hauteur supérieure à 90%, voire 95% des cas.

Terrain ou données ayant servi de support à la recherche :

L'état de l'art ayant servi de substrat académique et intellectuel à l'appréciation de la valeur de la gouvernance en droit et en sciences de gestion s'est voulu le plus large possible. Si l'exhaustivité ne peut que rarement être atteinte dans ce genre d'exercice, le souci de fournir au lecteur une vision globale de ce sujet est bien présent dans la première partie du rapport. Lorsque cela fut opportun, les analyses juridiques ont été menées dans une dimension comparée, entre la France, l'Allemagne et le Royaume-Uni, pays intégrant pleinement le terrain économétrique décrit ci-après. En sciences de gestion, le choix pour une approche comparée n'a en revanche pas de sens, l'analyse gestionnaire n'ayant pas de frontière à la différence de celle du droit. Les théories les plus importantes développées à l'échelle internationale ainsi que nombre d'études empiriques publiées ont été mobilisées, de sorte à démêler la redoutable question de l'impact de la gouvernance sur les performances de l'entreprise.

Les terrains et données d'investigation propres à la seconde phase du projet doivent être plus abondamment décrits. La pertinence même de l'hypothèse d'une gouvernance des valeurs de l'entreprise a été soumise à une démarche qualitative, divisée en deux volets. Le premier a consisté à élaborer une enquête en ligne parsemée de questions ayant trait directement ou indirectement à l'hypothèse. Ce questionnaire a été ventilé à large échelle, auprès de personnes ou groupements supposés impliqués ou intéressés dans le champ de la gouvernance en général, ou du *comply or explain* en particulier. Dans l'objectif de maximiser les chances d'obtenir un taux de réponse satisfaisant, une version anglaise a été conçue, réplique fidèle de la version française. Cette enquête s'est divisée en deux parties : un tronc commun, composé de 25 questions relatives à la « perception » du *comply or explain*, et deux séries de questions supplémentaires (13 et 12

questions) relatives à l'« expérience » du *comply or explain* auxquelles il convenait de répondre en qualité soit d'émetteur, soit de destinataire d'informations relatives à la gouvernance. Le second volet de cette phase qualitative a consisté à solliciter des entretiens semi-directifs avec des représentants d'acteurs institutionnels concernés par le champ de la recherche. Ont ainsi été contactés l'Association de Défense des Actionnaires Minoritaires (ADAM), l'Association Française de Gestion (AFG), l'Association Nationale des Actionnaires de France (ANAF), l'Association Nationale des Sociétés par Actions (ANSA), l'Autorité des Marchés Financiers (AMF), Deminor, le Haut Comité de Gouvernement d'Entreprise (HCGE), l'Institut Français des Administrateurs (IFA), Labrador et Proxinvest. Seuls l'AFG et Proxinvest n'ont pas été en mesure de nous recevoir.

Dans l'optique de tester empiriquement l'hypothèse de dépendance des déclarations de gouvernance aux caractéristiques conjoncturelles et structurelles de l'entreprise, une ambitieuse phase quantitative a été mise en œuvre. Quelque 1500 déclarations de gouvernance ont été dépouillées, émises entre 2011 et 2015 par les sociétés françaises, allemandes et britanniques composant respectivement les indices boursiers SBF 120, DAX 30 et MDAX 50, et FTSE 100. Le choix d'intégrer spécifiquement ces trois pays se justifie à plusieurs titres. L'hypothèse de recherche du projet n'est pas propre à la France, mais peut-être testée à une plus large échelle, dans la mesure où le mécanisme actuel du *comply or explain* est le fruit d'un travail d'harmonisation juridique au niveau européen. Cet élargissement du volet quantitatif est d'autant plus souhaitable qu'il permet potentiellement d'apporter de la robustesse aux résultats observables, mais aussi d'offrir la possibilité d'apprécier des nuances, si ce n'est des différences entre pays. Quant au choix de la France, de l'Allemagne et du Royaume-Uni, il s'imposait presque naturellement, ces pays représentant trois grands types d'économie capitaliste à l'échelle de l'Union Européenne. A chaque fois, ont donc été récoltées les déclarations vis-à-vis d'items de gouvernance pré-sélectionnés, représentant au total environ 65 recommandations figurant dans les codes de gouvernance français, allemand et britannique². Une base d'environ 34.000 données aura par conséquent été constituée. Cette récolte de données a permis, dans un premier temps, d'élaborer des statistiques descriptives quant aux taux de conformité / non-conformité des entreprises de l'échantillon ; par volonté de valoriser ce travail de dépouillement assez considérable et unique, un retour d'expérience des « dépouilleurs » est également livré au lecteur. Ces données ont été enfin intégrées au modèle de régression logistique présenté précédemment.

Principales conclusions :

Les analyses menées sur l'état de l'art dans la première partie du rapport ont permis de confirmer le premier temps de l'hypothèse globale de la recherche, à savoir qu'il est malaisé de peser la valeur de la gouvernance d'entreprise à la fois en droit et en sciences de gestion.

En droit tout d'abord, où il n'existe guère de consensus sur le caractère proprement juridique d'un énoncé normatif. Dès lors, il importerait bien davantage de situer les normes de gouvernance non pas au regard d'une périlleuse alternative droit / non-droit, mais sur une échelle de juridicité construite à partir de multiples critères traditionnellement attachés au phénomène juridique, critères dont l'intensité est sujette à variation. C'est ainsi que la légitimité des auteurs de la norme, ou encore l'obligatorité de l'énoncé prescriptif, ont pu servir à l'analyse à la fois contextuelle et substantielle des codes de gouvernance. L'examen comparé des référentiels français, allemand, et britannique, a pu montrer que les recommandations françaises avaient encore une marge de progression juridique, s'agissant à la fois du renforcement de la légitimité de leur auteur, de la

² S'agissant du code français, le projet ne s'est appuyé que sur le Code AFEP-MEDEF, servant très majoritairement de référentiel de gouvernance pour les sociétés du SBF 120 au cours de la période étudiée. La question du choix du code ne se pose pas en revanche pour l'Allemagne et le Royaume-Uni, où un seul code est applicable.

désignation par la loi de codes de rattachement précis et de l'obligation de s'y rattacher ; l'objectivisation du contenu de certaines recommandations pourrait également contribuer à renforcer l'obligatorité des principes français, mais également allemands et britanniques. En outre, la possibilité d'envisager une sanction juridique en cas de fausse déclaration de conformité au code français de gouvernance est apparue comme un élément clef pour améliorer la juridicité des principes qu'il énonce. Bien entendu, sous un angle substantiel et non plus contextuel, l'équivoque quant à la valeur juridique des recommandations françaises jusqu'alors contenues dans des codes d'initiative privée, se dissipe totalement dès lors que le législateur en reprend certaines à son compte en les intégrant dans le Code de commerce sous la forme de règles d'ordre public. Tel fut le cas, de manière exemplaire, des questions relatives au comité d'audit, à la parité des sexes dans les conseils d'administration ou au *say on pay*.

Du point de vue des sciences de gestion, la valeur des principes contenus dans les codes de gouvernance raisonne avec leur capacité à créer de la performance et partant, de la valeur. A ce titre, un constat essentiel est apparu au terme de la revue de littérature internationale menée dans ce rapport : ce n'est pas tant le concept de valeur qui est difficile à saisir, que celui de gouvernance. Les interrogations de la doctrine gestionnaire portent en effet généralement sur la création de valeur actionnariale imputable à la gouvernance d'entreprise, valeur étant elle-même supposée retracer, dans un contexte d'efficience plus ou moins forte du marché, les performances économiques et financières de l'entreprise. Mais une fois le concept de valeur posé de manière à peu près consensuelle, l'entente achoppe sur le concept de gouvernance pour lequel deux grandes approches coexistent. La première, dite « normative, focalise son attention sur les bonnes pratiques figurant dans des référentiels qu'incarnent tout particulièrement, mais de manière non-exclusive, les codes de gouvernance. Dans cette approche, la revue de littérature a précisément montré qu'aucun résultat homogène ne pouvait être définitivement établi quant au lien gouvernance – performance : tantôt positif, tantôt négatif, tantôt inexistant, l'impact de la mise en œuvre des principes de gouvernance contenus dans lesdits référentiels sur la création de valeur n'est pas démontré au gré de plusieurs décennies de recherches économétriques fondées sur des observations empiriques. La seconde approche de la gouvernance focalise son attention sur les pratiques singulières que les entreprises décident de mettre en œuvre, et dont il est envisageable d'apprécier les effets en termes de création de valeur. Cette approche, qu'on pourrait qualifier d'« analytique », problématise de manière différente la relation causale entre gouvernance et valeur. Il ne s'agit plus d'évaluer les effets des normes de gouvernance sur la performance, mais d'apprécier dans quelle mesure certaines variables d'organisation et de structure mises en œuvre par les entreprises impactent leur valeur ; par exemple, la taille du conseil d'administration, sa composition, le montant et la nature des rémunérations des dirigeants exécutifs, ou encore la structure du capital, impactent-elles la valeur de l'entreprise ? Là encore, à large échelle, plusieurs décennies de travaux en sciences de gestion témoignent de l'absence de résultats homogènes. Les relations causales sur ces multiples variables sont tantôt positives, tantôt négatives, tantôt inexistantes.

Face à cette hétérogénéité des résultats, l'existence d'un impact de la gouvernance sur la création de valeur demeure sujette à caution. Ce constat a justifié l'opportunité d'inverser la relation causale entre gouvernance et performance. La performance ne pourrait-elle pas expliquer la gouvernance ? Mieux, une foule de variables explicatives ne permettraient-elles pas de mieux comprendre les déclarations des sociétés relatant leur plus ou moins grande conformité à un référentiel préétabli ? Dès lors, pourrait être éclairée l'hypothèse d'une certaine dépendance de la gouvernance à l'égard de critères de performance et de structure d'entreprise. La gouvernance n'expliquerait plus, mais serait expliquée... La seconde partie de cette recherche apporte plusieurs éléments de connaissance sur cette perception des choses.

Dans un premier temps, au terme de la démarche qualitative présentée ci-avant, une majorité de répondants au questionnaire estiment que les déclarations de gouvernance composent avec des

facteurs d'influence, lesquels vont des performances jusqu'au dehors réputationnel de la société, en passant éventuellement par sa structure de capital. L'hypothèse générale d'une dépendance des déclarations de gouvernance vis-à-vis des caractéristiques conjoncturelles et structurelles de la société y trouve une certaine robustesse. Les entretiens semi-directifs menés lors de cette phase qualitative ont quant à eux davantage insisté sur l'éventuelle utilisation de la déclaration de conformité à des fins de promotion des valeurs éthiques de l'entreprise. Les propos échangés à cette occasion témoignent d'appréciations différentes en fonction de la qualité des interlocuteurs. Le représentant d'une association d'actionnaires individuels, l'Association Nationale des Actionnaires Français, se montre dubitatif quant aux fonctions informatives des déclarations de gouvernance, qu'il n'hésite pas à associer à une démarche de communication marketing de l'entreprise. A des degrés d'intensité différents, l'Autorité des Marchés Financiers, et un prestataire de conseil et de service auprès des actionnaires, Déminor, reconnaissent à l'information relative à la gouvernance d'entreprise un aspect, parmi d'autres, de communication promotionnelle et marketing, tandis que le représentant du Haut Comité de Gouvernement d'Entreprise a pu également juger que cette information contribue à promouvoir les valeurs éthiques de l'entreprise dans l'optique d'instiguer la confiance, en particulier chez les investisseurs. Les représentants d'un prestataire en communication spécialisé en information réglementée, Labrador, emboîtent le pas de cette perception, dès lors qu'ils assument très naturellement, parmi les objectifs de l'information sociétaire en général, et de l'information sur la gouvernance en particulier, celui de créer de « l'émotion » chez le lecteur. L'Association Nationale des Sociétés par Actions, de même que l'Institut Français des Administrateurs, apparaissent les plus rétifs à l'idée d'une instrumentation des déclarations de gouvernance aux fins de promotion des valeurs éthiques de l'entreprise.

Au total, même s'ils doivent s'interpréter avec les réserves d'usage en matière d'enquête qualitative, il aura semblé que les résultats majoritaires du questionnaire et des entretiens permettent d'asseoir avec davantage de force l'hypothèse d'une gouvernance instrumentale et contingente, hypothèse qui pouvait ensuite être soumise à l'approche économétrique.

Voici résumé, sous forme de tableau, les corrélations significatives identifiées au terme de la phase économétrique :

Principaux impacts des caractéristiques de l'entreprise sur la conformité aux codes de bonne conduite

(+) : corrélation positive ; (-) : corrélation négative

Variables	France	Allemagne	Royaume-Uni
Performance	(-) la rémunération des dirigeants lors de la prise et de la cessation des fonctions avec (ROA)	(-) à l'âge des dirigeants et (-) à la rémunération courante des dirigeants avec (RP), (+) à la rémunération des dirigeants lors de la cessation des fonctions avec (RET)	Non significatif
Croissance	Non significatif	(-) la composition du conseil et des comités, (-) sur la rémunération des dirigeants lors de la cessation des fonctions	(-) à l'ensemble des items de gouvernance, (-) à la composition du conseil et des comités
Opportunités d'investissement	(+) à l'ensemble des items de gouvernance, (+) au statut individuel de l'administrateur, (+) à la rémunération des dirigeants en actions	(+) au statut individuel de l'administrateur, (+) à la composition du conseil et des comités, (+) à l'existence et au fonctionnement des comités, (+) à l'âge des dirigeants	(+) au statut individuel de l'administrateur
Dépenses discrétionnaires	(-) à l'ensemble des items de gouvernance, (-) au statut individuel du dirigeant, (+) à la rémunération des dirigeants lors de la prise et de la cessation des fonctions	(+) à l'ensemble des items de gouvernance, (+) à la rémunération courante des dirigeants	Non significatif
Dettes	<i>(-) au statut individuel de l'administrateur, (-) à la composition du conseil et des comités</i>	(-) à l'ensemble des items de gouvernance, (-) à la composition du conseil et des comités, (-) à l'existence et au fonctionnement des comités, (-) à la rémunération des dirigeants lors de la cessation des fonctions	(-) à l'ensemble des items de gouvernance, (-) au statut individuel de l'administrateur
Investisseurs institutionnels	(+) au statut individuel de l'administrateur, (+) au statut individuel du dirigeant	Non significatif	(+) au statut individuel de l'administrateur
Salariés actionnaires	(+) au statut individuel du dirigeant	(-) à la composition du conseil et des comités, (+) à la rémunération courante des dirigeants	(+) à la composition du conseil et des comités
<i>Insiders</i>	(-) à l'ensemble des items de gouvernance, (-) au statut individuel de l'administrateur, (-) à la composition du conseil et des comités, (-) au fonctionnement du conseil	(-) à l'existence et au fonctionnement des comités, (-) à la rémunération des dirigeants lors de la cessation des fonctions	(-) à l'ensemble des items de gouvernance, (-) à la composition du conseil et des comités
Volatilité	(+) à l'ensemble des items de gouvernance, (+) au statut individuel de l'administrateur, (+) à la composition du conseil et des comités, (+) au fonctionnement du conseil, (+) au statut individuel du dirigeant, (+) à la rémunération du dirigeant en actions	(+) à la composition du conseil et des comités, (+) à l'existence et au fonctionnement des comités	Non significatif
Taille	<i>(+) à la composition du conseil et des comités, (+) au statut individuel du dirigeant, (-) au fonctionnement du conseil</i>	(+) à l'ensemble des items de gouvernance, (+) à la composition du conseil et des comités, (+) à l'existence et au fonctionnement des comités, (+) à l'âge des dirigeants	Non significatif

Significatif au seuil de 5% - Significatif au seuil de 10%

Lecture :

- une corrélation négative significative existe en France entre la performance de l'entreprise (ROA) et la rémunération des dirigeants lors de la prise et de la cessation des fonctions. Concrètement, plus la société est performante, moins elle aura tendance à être conforme aux préconisations du code AFEF-MEDEF concernant les « parachutes dorés » ;
- une corrélation positive significative existe au Royaume-Uni entre le niveau de présence des investisseurs institutionnels dans le capital (\geq à 5% dans l'étude), et la conformité aux recommandations relatives au statut individuel de l'administrateur. Concrètement, la présence d'investisseurs institutionnels de référence, à au moins 5% dans le capital, entraîne la conformité aux recommandations relatives au statut de l'administrateur, en l'occurrence s'agissant du respect des critères d'indépendance posés par le UK Corporate governance code, de la prévision d'une durée maximale d'exercice de mandat (6 ans conseillés) et de leur réélection annuelle par l'assemblée générale.

L'analyse de ces résultats est livrée de manière complète dans la version intégrale du rapport, et ne peut faire l'objet dans la présente synthèse que d'un résumé. A titre globale, sur l'échantillon de la recherche, il est possible de partiellement confirmer l'hypothèse d'une dépendance des déclarations de gouvernance des entreprises, non pas vraiment à l'égard de variables de performance qui impacteraient la façon de se conformer aux codes, mais à l'égard de plusieurs variables structurelles qui ont pu témoigner de corrélations significatives avec la conformité aux recommandations de gouvernance.

La conclusion qui s'évince donc en premier lieu de ce volet économétrique est la faible pertinence de l'idée voulant que la société pourrait être tentée d'utiliser sa communication dans le domaine de la gouvernance à des fins promotionnelles, stratégiques, dans l'optique de contrebalancer ses performances décevantes. Seulement 4 corrélations significatives sur un total de 63 en lien avec la performance économique et financière de la société³ ont en effet pu être isolées. L'idée d'un « *comply or perform* », selon laquelle une société bénéficiant de bons résultats aurait tendance, dans ses déclarations, à s'émanciper des principes de gouvernance, ressort donc de manière marginale de l'analyse économétrique ; le corollaire de ce constat est qu'une société dont les performances seraient mauvaises n'aurait pas davantage tendance à se déclarer conforme auxdits principes, et à mettre ce faisant en œuvre une stratégie communicationnelle en matière de gouvernance de sorte à contrebalancer des résultats non satisfaisants.

En second lieu, quelques résultats saillants liés aux variables indépendantes structurelles méritent d'être relevés. Ainsi, plus les entreprises connaissent des phases de croissance ou des niveaux d'endettement à long terme importants, moins elles auront tendance à se déclarer conformes aux recommandations du code. Ce constat peut trouver une justification théorique dans les nécessaires reconfigurations organisationnelles occasionnées par cette croissance, et dans la plus faible exposition au regard et à la pression des investisseurs qu'implique une prédominance du bas de bilan dans le financement de l'entreprise. Par ailleurs, la détention d'une part significative du capital par le dirigeant ou sa famille, voire la présence d'un actionnaire de contrôle, accroît de manière très nette, dans tous les pays de l'échantillon et notamment sur les questions d'existence et de fonctionnement des conseils ou des comités, la probabilité d'une non-conformité au code de gouvernance. De même, en France et au Royaume-Uni, un phénomène identique s'observe s'agissant de la probabilité de conformité partielle au code (*non-full compliance*). Ce résultat confirme l'approche de la théorie de l'agence, voulant que l'implication forte des dirigeants dans le capital social ou la présence d'un actionnaire de contrôle réduit les incitations à l'application des principes de bonne gouvernance, tels qu'ils peuvent figurer dans les codes du même nom. En comparaison, plus la présence d'investisseurs institutionnels dans le capital est forte, plus la société aura tendance à se déclarer conforme aux codes, ce que confirme notamment et une fois encore la grille analytique théorique de l'agence en sciences de gestion. Tous ces résultats significatifs contribuent à alimenter l'hypothèse d'une adaptation de la gouvernance déclarée par les sociétés à de multiples réalités structurelles de l'entreprise.

Au total, si la dépendance des déclarations de gouvernance à des variables structurelles a pu être démontrée dans cette recherche, l'absence de résultats en ce sens observables à partir de variables de performance sape passablement l'intuition d'une communication « stratégique », voire, plus trivialement, « marketing » ; en effet, aucun effet compensatoire n'a pu être caractérisé à l'endroit des déclarations de gouvernance, et spécifiquement des déclarations de conformité dont l'objectif aurait pu être, comme annoncé plus haut, d'entretenir la confiance alors même que les résultats de la société n'auraient pas été au rendez-vous... La communication en matière de gouvernance ne subirait donc pas les influences des conjonctures économiques et financières de l'entreprise, mais davantage celles de ses structures qui le plus généralement s'inscrivent dans le long terme.

³ En l'occurrence, le retour sur actif (ROA), le ratio de profitabilité (RP) et la rentabilité des titres (RET).

Limites de l'étude, pistes de réflexion et applications envisageables :

Il faut voir dans la démarche du présent rapport une analyse de contingences et de facteurs exogènes pesant sur la conformité aux codes de bonne conduite, analyse opérée sur une base déclarative. Il ne s'agit pas d'une étude ayant consisté à observer la réalité des pratiques dans l'entreprise, ce qui du reste aurait été impossible à mettre en œuvre, mais les déclarations émises par les sociétés, postulées comme vraies... L'objet de l'étude n'a donc pas été d'analyser l'impact de variables indépendantes sur la gouvernance, mais sur les déclarations de gouvernance, c'est-à-dire sur la communication de la société à propos de sa propre gouvernance, ce qui est sensiblement différent. Ensuite, il convient de rappeler que les résultats obtenus ne sont pas universalisables, qu'ils ne constituent pas des lois transposables dans n'importe quel contexte. Ils ne pourraient être extrapolés à d'autres sociétés, cotées sur d'autres marchés et/ou d'autres pays, qu'avec extrême réserve ; toute tentative (et tentation) en ce sens ne serait qu'une projection de résultats sur des échelles dissemblables, procédé indéfendable au strict plan économétrique. Dans le même esprit, les résultats produits sont objectifs pour la période observée, soit 2011-2015, et seulement pour cette période. Il serait toutefois, bien entendu, particulièrement intéressant d'observer dans quelle mesure les conclusions de l'étude pourraient être confirmées, ou infirmées, au-delà de cette période, et pour un panel d'entreprises plus large. A cette fin, le cadre méthodologique étant établi, ne resterait qu'à mobiliser à nouveau les énergies nécessaires pour ancrer la démarche de ce rapport dans la durée.

Les résultats de cette recherche participent d'une dynamique de meilleure connaissance des ressorts profonds de la *compliance* en matière de gouvernance d'entreprise. A ce titre, cette étude permet, à sa modeste échelle, de mieux comprendre les raisons pour lesquelles les sociétés décident de se conformer ou non aux recommandations qui figurent dans les codes de bonne conduite. Cet éclairage pourrait intéresser de manière générale le lecteur de l'information sociétaire, et plus spécifiquement les rédacteurs des principes de gouvernance. Côté lecteur, les corrélations significatives étant établies objectivement, elles fournissent des explications qui transcendent, sans forcément les contredire bien entendu, les arguments développés par les sociétés dans leur déclaration de gouvernance en cas de non-conformité. Côté rédacteurs des principes de gouvernance, ces corrélations pourraient constituer un outil de pilotage des évolutions rédactionnelles des recommandations. En effet, mieux connaître les facteurs de non-conformité permet d'adapter les recommandations aux caractéristiques de l'entreprise. A titre d'exemple, il serait envisageable de produire des recommandations spécifiquement adaptées aux sociétés contrôlées ou dont le dirigeant principal serait un actionnaire de référence, à l'image de la recommandation française du code AFEP-MEDEF concernant la proportion d'administrateurs indépendants au conseil, laquelle diffère en fonction de l'existence ou non d'un contrôle⁴. Après tout, les meilleures normes de gouvernance ne sont-elles celles les mieux adaptées aux caractéristiques structurelles de l'entreprise ? Certes, le principe de *comply or explain* contient déjà cette idée de souplesse et d'adaptabilité, mais laquelle passe inmanquablement par la déclaration de non-conformité et la justification subséquente. On peut tout à fait se satisfaire de cette méthode. Ceci étant, une trop forte récurrence de non-conformité sur un item pourrait traduire une recommandation inadaptée à des caractéristiques d'entreprise tout à fait neutres sur un plan éthique et à ce titre tout à fait respectables. Les modèles de régression, du type de celui mis en œuvre dans cette recherche, permettent d'identifier de telles caractéristiques. Dans cette mesure, ils pourraient effectivement servir à l'amélioration de la norme de gouvernance, lorsqu'elle s'avère utile.

⁴ V. art. 8.3 du Code AFEP-MEDEF : « 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 ».