

Revue française de gouvernance d'entreprise

Editorial : L'activisme des actionnaires dans tous ses états

Sabri Boubaker & Peter Wirtz

Les activistes face aux actionnaires majoritaires : le cas Sika/Saint-Gobain

Alain Schatt

Institutionalisation of Shareholder Activism in Canada: The Story of MÉDAC

Sylvie Berthelot, Michel Coulmont, Vanessa Serret & Vincent Gagné

Analyse de l'éventuelle expression différenciée de l'activisme institutionnel anglo-saxon sur les marchés français : les cas des groupes ACCOR et Lagardère

Alain Finet & Kevin Kristoforidis

Activisme actionnarial : quand les actionnaires salariés s'en mêlent

Hélène Marcy & Christophe Gauthier

Le rôle modérateur des pratiques de gouvernance sur la relation entre performance environnementale et performance sociale

Maria Giuseppina Bruna, Abderrahman Jahmane & Delphine Van Hoorebeke

Structure du conseil d'administration et performance de l'entreprise : regard sur une trentaine d'années de recherches

Zied Ftiti, Ismail Lahlou & Waël Louhichi

Earnings Management Constraints in the UK and US: The Moderating Role of CEO Compensation

Ghada Abdelwahed & Khaled Hussainey

Maintenir sa gouvernance en temps de pandémie : les associations face à la pandémie

Guillaume Plaisance

Relationship between Board Characteristics and Environmental Sustainability Reporting: Evidence from listed French firms

Hanène Kheireddin, Khaireddine Mouakhar & Anis Jarboui

COMITÉ DE RÉDACTION

Daniel Lebègue,

Directeur de la publication
et de la rédaction
Ancien Président de l'IFA

Caroline Michaud,

Responsable du Pôle
Contenus Gouvernance
de l'IFA

Patrick-Hubert Petit,

Responsable des
contributions professionnelles
Expert-comptable honoraire
'Senior fellow' et membre
de 'l'International Advisory
Board' d'ESCP Business
School

REDACTEURS

EN CHEF :

Sabri Boubaker,

Professeur de finance
à l'EM Normandie
Business School

Patricia Charléty,

Professeur à l'ESSEC
Business School et
chercheur au THEMA

Michel Magnan,

Professeur et titulaire
de la chaire de
gouvernance
d'entreprise S.A.

Jarislowsky École de
gestion John-Molson,
Université Concordia

Sophie Schiller,

Professeur
à l'université
Paris-Dauphine

Peter Wirtz,

Professeur des
universités à l'IAE Lyon
School of Management,
Université Jean Moulin
Lyon 3

COMITÉ ÉDITORIAL

Michel Albouy,

Professeur émérite
Université Grenoble Alpes

José Allouche,

Professeur
IAE de Paris, université
Paris 1 Panthéon Sorbonne

Paul André,

Professeur
HEC Lausanne

Jérôme Caby,

Professeur
IAE Paris Sorbonne
Business School

Gérard Charreaux,

Professeur
Université de Bourgogne

Alain Couret,

Professeur des universités,
Avocat associé (KPMG
Avocats)

Dominique de la Garanderie,

Avocat, Administrateur
indépendant

Edith Ginglinger,

Professeur
Université Paris-Dauphine

Carine Girard,

Professeur
Audencia Nantes

Pierre-Yves Gomez,

Professeur
EM Lyon

Ulrich Hege,

Vice-Président,
Tououse School of
Economics

Gérard Hirigoyen,

Professeur
Université Montesquieu -
Bordeaux IV

Réal Labelle,

Professeur
UQAM

Éric Lamarque,

Directeur
IAE Paris Sorbonne
Business School
Président IAE France

Julien Le Maux,

Professeur
HEC Montréal

Véronique Magnier,

Directeur
Institut Droit, Éthique,
Patrimoine

Roland Perez,

Professeur émérite
Université de Montpellier

Jean-Florent Rérolle,

Senior Advisor
Associés en Finance

Bertrand Richard,

Consultant
Spencer Stuart

Corinne

Saint-Alary-Houin,

Vice-Présidente
Université Toulouse 1

Alain Schatt,

Professeur de comptabilité
financière
HEC Lausanne

Dominique Schmidt,

Agrégé des facultés de
droit, avocat au barreau de
Paris

Jean Tirole,

Professeur
Université Toulouse 1

**Revue
Française de
Gouvernance
d'Entreprise**

Numéro 26/27

TABLE DES MATIÈRES

SECTION SPÉCIALE : ACTIVISME

ÉDITORIAL : L'ACTIVISME DES ACTIONNAIRES DANS TOUS SES
ÉTATS 5
Sabri Boubaker & Peter Wirtz

LES ACTIVISTES FACE AUX ACTIONNAIRES MAJORITAIRES : LE CAS
SIKA/SAINT-GOBAIN 13
Alain Schatt

INSTITUTIONALISATION OF SHAREHOLDER ACTIVISM IN CANADA:
THE STORY OF MÉDAC 33
Sylvie Berthelot, Michel Coulmont, Vanessa Serre & Vincent Gagné

ANALYSE DE L'ÉVENTUELLE EXPRESSION DIFFÉRENCIÉE DE
L'ACTIVISME INSTITUTIONNEL ANGLO-SAXON SUR LES MARCHÉS
FRANÇAIS : LES CAS DES GROUPES ACCOR ET LAGARDÈRE 57
Alain Finet & Kevin Kristoforidis

ACTIVISME ACTIONNARIAL: QUAND LES ACTIONNAIRES SALARIÉS
S'EN MÊLENT : 91
Hélène Marcy & Christophe Gauthier

Papiers individuels

LE RÔLE MODÉRATEUR DES PRATIQUES DE GOUVERNANCE SUR
LA RELATION ENTRE PERFORMANCE ENVIRONNEMENTALE ET
PERFORMANCE SOCIALE 116

*Maria Giuseppina Bruna, Abderrahman Jahmane & Delphine Van
Hoorebeke*

STRUCTURE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION ET PERFORMANCE
DE L'ENTREPRISE : REGARD SUR UNE TRENTAINE D'ANNÉES DE
RECHERCHES 157

Zied Ftiti, Ismail Lahlou & Waël Louhichi

EARNINGS MANAGEMENT CONSTRAINTS IN THE UK AND US:
THE MODERATING ROLE OF CEO COMPENSATION 198

Ghada Abdelwahed & Khaled Hussainey

MAINTENIR SA GOUVERNANCE EN TEMPS DE CRISE :
LES ASSOCIATIONS FACE À LA PANDÉMIE 270

Guillaume Plaisance

THE RELATIONSHIP BETWEEN BOARD CHARACTERISTICS AND
ENVIRONMENTAL SUSTAINABILITY REPORTING: EVIDENCE FROM
FRENCH-LISTED FIRMS 295

Hanène Kheireddin, Khaireddine Mouakhar & Anis Jarboui,

ÉDITORIAL : L'ACTIVISME DES ACTIONNAIRES DANS TOUS SES ÉTATS

Sabri Boubaker,

EM Normandie Business School, France

Email : sboubaker@em-normandie.fr

Peter Wirtz,

emlyon business school, France

Email : pwirtz@em-lyon.com

L'activisme des actionnaires peut jouer un rôle crucial dans la promotion d'un comportement responsable des entreprises et l'amélioration de leur gouvernance. En plaidant pour des changements et en maintenant les entreprises responsables, les activistes actionnaires peuvent aider à résoudre certains problèmes sociaux et environnementaux et promouvoir la durabilité à long terme. Cela peut être particulièrement important dans les cas où les entreprises n'agissent pas dans l'intérêt de leurs parties prenantes ou ne traitent pas des problèmes critiques tels que la dégradation de l'environnement, les conditions de travail des salariés ou les pratiques commerciales non éthiques. L'activisme des actionnaires est une réalité polymorphe, pouvant se manifester sous des formes variables et viser différents objectifs, car les actionnaires eux-mêmes ne représentent pas un groupe homogène. En fonction de leurs caractéristiques particulières, les activistes peuvent avoir des motivations très hétérogènes.

L'activisme des actionnaires est ainsi un phénomène complexe, dynamique et évolutif. Bien qu'il puisse être controversé et que les opinions sur son importance varient, il est clair que l'activisme actionnarial peut être un outil puissant pour tenir les entreprises responsables et promouvoir le changement. Tout dépend, finalement, des finalités poursuivies et de la forme concrète qu'il prend.

L'un des mécanismes clés de l'activisme actionnarial aux Etats-Unis est le « filing of shareholder proposals ». Ces propositions, qui sont soumises par ses actionnaires à l'entreprise pour examen et vote, peuvent couvrir une large gamme de sujets et peuvent aider à concentrer l'attention sur des problèmes importants. Par exemple, une proposition pourrait demander une plus grande transparence sur le processus et les chaînes d'approvisionnement d'une entreprise, l'adoption de pratiques commerciales plus respectueuses de l'environnement ou la nomination de directeurs indépendants au sein des instances de gouvernance (conseil d'administration, comités émanant du conseil, etc.)

L'activisme des actionnaires peut également impliquer l'organisation de campagnes d'actionnaires (shareholder campaigns), qui peuvent soutenir certaines propositions particulières et exercer une pression sur les entreprises pour apporter les changements nécessaires. Ces campagnes peuvent impliquer la coordination avec d'autres actionnaires, la mise en relation avec les médias et la formation d'alliances avec d'autres entités qui partagent des objectifs similaires.

Un autre aspect important de l'activisme des actionnaires est la mise en relation directe avec la direction et les administrateurs de l'entreprise. En parlant directement aux personnes qui prennent les décisions et gèrent l'entreprise, les actionnaires activistes peuvent aider à construire un dialogue plus ouvert et transparent et jouer un rôle important en influençant les décisions de l'entreprise. Ce

dernier mode d'activisme est très présent en France, pays où l'activisme actionnarial peut prendre d'autres formes comme des « discussions publiques » entre l'activiste et l'entreprise en utilisant les médias (communiqués de presse, interviews, publication de lettres envoyées à la direction, etc.) pour faire valoir leur position. Les activistes peuvent aussi tenter des actions en justice devant les tribunaux ou tout simplement contacter directement l'AMF pour faire valoir le fait que les pratiques de l'entreprise sont contraires au règlement du marché financier.

L'activisme actionnarial est également un sujet d'actualité en France, comme en témoigne l'éviction début 2021 d'Emmanuel Faber, patron de Danone, première société cotée à adopter le statut d'entreprise à mission. Ce départ forcé fait suite à la pression exercée par deux fonds activistes. Un autre cas d'activisme actionnarial est celui de « Children's Investment Fund Management », actionnaire minoritaire de Safran avec 4% du capital, qui a critiqué dans une lettre adressée au président du conseil d'administration de l'entreprise le prix d'acquisition proposé pour les actions de « Zodiac Aerospace» qu'il considère très élevé. Le prix a été abaissé de 4.47 euros par titre, suite à cette action (prix initialement offert 29.47 euros, alors que le prix d'acquisition final est de 25 euros). L'activisme des actionnaires pourrait aussi défendre l'intérêt social de l'entreprise et non celui d'un groupe d'actionnaires particulier. Un exemple est celui de CIAM qui a initié une action en justice en 2016 contre Altice, l'accusant d'avoir fait supporter à SFR la somme de 80 millions d'euros, initialement à payer par Altice suite à une décision de l'Autorité de la Concurrence en France dans le contexte de la prise de contrôle par Altice de SFR.

L'intérêt actuel pour le sujet ne porte cependant pas seulement sur des cas individuels. En octobre 2019, la commission des finances s'était ainsi déjà penchée sur un rapport d'information sur l'activisme des actionnaires, et en 2020, l'AMF a pris l'initiative

d'encadrer le risque d'un « hyperactivisme » en la matière en émettant un certain nombre de recommandations, ce qui montre que le processus d'engagement des actionnaires est étroitement lié au cadre normatif et réglementaire à différents niveaux (Charléty, 2018). L'activisme de certaines catégories d'actionnaires fait l'objet de nombreuses recherches depuis au moins trois décennies (Denes *et al.*, 2017 ; Goranova et Ryan, 2014). Traditionnellement, ces travaux se focalisent sur un activisme actionnarial bien spécifique, celui exercé par des fonds d'investissement au sein de grandes entreprises cotées (Boubaker *et al.* 2017, 2019). Et cette recherche traditionnelle porte un intérêt particulier à l'impact de l'activisme sur la valeur actionnariale. Pourtant, les pratiques activistes ont pu connaître des changements au cours du temps (Denes *et al.*, 2017 ; Girard et Le Maux, 2007) aussi bien en termes de motivation des activistes (l'objet pour lequel se mobilisent les activistes : valeur actionnariale, structures de gouvernance, enjeux sociaux et environnementaux...) qu'en termes de catégories d'actionnaires impliqués, ces derniers ne formant pas une population homogène (Goranova et Ryan, 2014). Cela pose évidemment la question de la définition du concept ainsi que de ses différentes manifestations.

Ce numéro spécial adopte une perspective volontairement large de ce qu'est l'activisme actionnarial. Dans le **premier article** intitulé « *Les activistes face aux actionnaires majoritaires : le cas Sika/Saint-Gobain* », le Professeur Alain Schatt présente une étude de cas intéressante sur le rôle clé joué par la fondation Gates dans la défense des actionnaires minoritaires de Sika. Cette étude de cas montre que l'approche anglo-saxonne de la gouvernance d'entreprise met le système juridique au centre de la protection des intérêts des actionnaires minoritaires, surtout lorsqu'ils sont en présence d'un actionnaire de contrôle qui privilégie indument ses propres intérêts à ceux des autres parties prenantes. Le cas de Sika/Saint-Gobain en est un exemple concret récent.

En faisant l'acquisition du presque le 1/6 des actions détenues par la holding familiale suisse de Sika, le français Saint-Gobain a obtenu une majorité de droits de vote en raison de l'absence de la règle «une action, un vote». La législation suisse autorisait cependant Saint-Gobain à ne pas lancer d'offre publique d'achat sur les actions détenues par les minoritaires de Sika, grâce à une clause *d'opting out*. Cependant, cette clause viole le principe d'égalité des actionnaires, obligeant les minoritaires de Sika à agir pour défendre leurs intérêts. Fédérées par la Fondation Bill et Melinda Gates et le fonds Cascade Investment et soutenues par la fondation Ethos, quelques sociétés de gestion minoritaires au capital de Sika se sont montrées hostiles à la prise de contrôle de Saint-Gobain, faisant échouer l'opération et gardant l'entreprise dans le giron Suisse.

Le **deuxième article** est écrit par les professeurs Sylvie Berthelot, Michel Coulmont, Vanessa Serret, et Vincent Gagné et s'intitule « *Institutionnalisation of Shareholder Activism in Canada: The Story of Médac* ». Les auteurs considèrent que l'objectif de l'activisme des actionnaires est de faire en sorte que les entreprises agissent conformément aux attentes formulées par certains d'entre eux. Cet activisme se manifeste sous une forme financière et sociale. L'activisme financier se traduit par la soumission de propositions souvent très agressives (et un vote) visant à maximiser la valeur pour les actionnaires à court terme lors des assemblées générales annuelles (AGA) des entreprises. L'activisme social des actionnaires se traduit par la présentation de propositions (et un vote) visant à inciter les entreprises à changer leur façon de faire sur le plan social, environnemental, ou de gouvernance pour améliorer leur impact sur la société. L'étude de cas présentée examine les différentes parties impliquées et les actions mises en œuvre par le Mouvement d'éducation et de défense des actionnaires (MÉDAC), une organisation non gouvernementale (ONG) qui a joué un rôle majeur dans le paysage de l'activisme

social des actionnaires au Canada en aidant à institutionaliser ce mouvement. Elle aide à déterminer les acteurs et les mesures prises d'une part, pour garantir les moyens d'action et la viabilité à long terme de l'ONG, et d'autre part, pour engager des changements dans les pratiques des entreprises canadiennes. Grâce à des données collectées à partir d'entretiens avec des représentants du MÉDAC et de documents disponibles sur les sites web de SHARE (Shareholder Association for Research & Education) et du MÉDAC, les auteurs concluent qu'en établissant sa légitimité, le MÉDAC a réussi non seulement à mobiliser les ressources nécessaires pour mener à bien sa mission de défense et d'éducation des actionnaires individuels, mais a également contribué à institutionaliser l'activisme social des actionnaires au Canada.

Le **troisième article** est écrit par les professeurs Alain Finet et Kevin Kristoforidis et s'intitule « *Analyse de l'éventuelle expression différenciée de l'activisme institutionnel anglo-saxon sur les marchés français : les cas des groupes Accor et Lagardère* ». Les auteurs considèrent que la libre circulation du capital a considérablement modifié certains paradigmes financiers après plusieurs années pendant lesquelles les structures de capital des entreprises ont été verrouillées pour assurer la chasse gardée nationale de la propriété. Ils trouvent que la présence d'investisseurs institutionnels dans la structure de propriété des entreprises françaises cotées en bourse est de plus en plus importante. Étant peu familières de ce nouveau type d'actionnaires, certaines entreprises françaises ont fait l'objet d'un activisme institutionnel pour non seulement adapter leur mode gouvernance mais aussi revoir la définition de leurs périmètres stratégiques. Les auteurs étudient deux entreprises françaises ayant des géographies actionnariales différentes – Accor (ouverte) et Lagardère (verrouillée) et concluent qu'il existe une uniformité de l'interventionnisme et de l'activisme institutionnel.

Le dernier mais non le moindre est écrit par Hélène Marcy, Vice-présidente, CFE-CGC Orange et ancienne administratrice représentant les personnels actionnaires d'Orange et membre du conseil de surveillance du fonds d'actionnariat salariés d'Orange en collaboration avec Christophe Gauthier, directeur de mission, Groupe Alpha et s'intitule « *Activisme actionnarial : quand les actionnaires salariés s'en mêlent* ».

Les auteurs trouvent que jusqu'à présent, l'activisme des actionnaires salariés en France a principalement été observé dans les anciennes entreprises publiques, avec peu d'impact sur le mode de gouvernance. Ils décrivent l'effort mené pendant 15 ans par la CFE-CGC Orange pour transformer l'actionnariat salarié en un moyen de co-construction et de participation aux décisions stratégiques pour une entreprise qui soutient la croissance conjointe de ses activités et de l'emploi de qualité, grâce à aux possibilités fournies par le cadre légal et en maintenant une communication étroite avec toutes les parties concernées. Les auteurs soulignent les défis rencontrés pour faire accepter la légitimité de la participation et de la représentation des actionnaires salariés dans les débats stratégiques de l'entreprise. Ils révèlent également l'écart entre les aspirations affichées par les législateurs pour donner une plus grande place à ces actionnaires et la réalité de la mise en œuvre sur le terrain malgré des améliorations timides et timorées permettant une plus grande place au « capitalisme industriel » face au « capitalisme financier ». Les auteurs notent aussi que la plus grande place désormais occupée par les enjeux sociaux et environnementaux dans la gouvernance d'entreprise est une chance pour de nouvelles alliances afin d'aboutir à une entreprise plus durable, faisant mieux converger les intérêts des différentes parties prenantes, permettant à l'activisme des actionnaires salariés d'avoir plus de légitimité et assurant une meilleure adhésion des autres actionnaires sensibles à ces thèmes.

RÉFÉRENCES

- Boubaker, S., Chourou, L., Himick, D., & Saadi, S. (2017). It's about time! The influence of institutional investment horizon on corporate social responsibility. *Thunderbird International Business Review*, 59(5), 571-594.
- Boubaker, S., Chourou, L., Saadi, S., & Zhong, L. (2019). Does institutional investor horizon influence US corporate financing decisions? *International Review of Financial Analysis*, 63, 382-394.
- Charléty, P. (2018). L'activisme actionnarial dans l'assemblée générale : quels bénéfices pour les actionnaires et les entreprises ?. *Revue d'économie financière*, 2(2), 195-221. <https://doi.org/10.3917/ecofi.130.0195>
- Denes, M. R., Karpoff, J. M., & McWilliams, V. B. (2017). Thirty years of shareholder activism: A survey of empirical research. *Journal of Corporate Finance*, 44, 405-424.
- Girard, C., & Le Maux, J. (2007). De l'activisme à l'engagement actionnarial. *Revue française de gouvernance d'entreprise*, (1), 113-132.
- Goranova, M., & Ryan, L. V. (2014). Shareholder activism: A multidisciplinary review. *Journal of Management*, 40(5), 1230-1268.

LES ACTIVISTES FACE AUX ACTIONNAIRES MAJORITAIRES : LE CAS SIKA/SAINT-GOBAIN

Alain Schatt,

Professeur à HEC Lausanne (UNIL)

Campus Dorigny - Anthropole, 1015 Lausanne, Suisse

Email : alain.schatt@unil.ch

RÉSUMÉ :

L'approche du Law and Finance considère que la protection des intérêts des actionnaires minoritaires dépend largement du système légal du pays. Ceci est notamment le cas lorsque les minoritaires côtoient un actionnaire de contrôle, comme l'illustre le cas Sika/Saint-Gobain. En achetant 16% des actions détenues par la holding familiale du groupe suisse Sika, le groupe français Saint-Gobain a eu accès à une majorité des droits de vote en raison du non-respect de la règle «une action égale un droit de vote». Saint-Gobain a cependant été dispensé de lancer une offre publique d'achat sur les actions détenues par les minoritaires de Sika, car le droit suisse permet d'introduire une clause d'opting out dans les statuts des sociétés. Dans la mesure où une telle clause conduit au non-respect du principe d'égalité de traitement des actionnaires, les minoritaires de Sika ont été obligés de s'activer pour défendre leurs intérêts.

MOTS CLÉS :

Law and Finance ; Activisme ; Actionnaire Majoritaire ; Prise de contrôle ; Opting out.

1. INTRODUCTION

Dans une série d'articles publiés il y a deux décennies, Andrei Shleifer et ses confrères postulent que le système légal est d'une importance primordiale pour garantir la protection des intérêts des actionnaires minoritaires. Par système légal, les auteurs entendent les lois et les moyens mis en œuvre pour faire respecter les lois (i.e., *enforcement*). Cette approche de la gouvernance actionnariale, dite du *Law and Finance*, est particulièrement adaptée pour analyser les conflits d'intérêts dans des entreprises où un actionnaire de contrôle côtoie des actionnaires minoritaires.

En veillant notamment au respect du principe d'égalité de traitement des actionnaires minoritaires et des détenteurs du bloc de contrôle, le système légal peut modifier assez fortement le comportement des investisseurs et des dirigeants d'entreprises. Les travaux empiriques montrent, par exemple, que le système légal d'un pays influence significativement l'introduction en bourse des entreprises, leur structure de propriété, leur valorisation, leur politique de financement et de dividendes, ou la qualité de leur résultat comptable (i.e., *earnings management*).

Dans cet article, à l'aide du cas Sika/Saint-Gobain, nous montrons qu'un système légal favorisant les intérêts des actionnaires de contrôle accroît le risque de lancement d'une campagne d'activisme.¹

Fin 2014, le groupe français Saint-Gobain a acheté 16% des actions détenues par la holding familiale du groupe suisse Sika. Cette opération a permis à l'acquéreur d'obtenir une majorité des droits de vote en raison du non-respect de la règle «une action

¹ Pour plus de détails sur les avantages et les limites (notamment la non-généralisation des résultats) des études de cas, nous suggérons au lecteur de se référer à Wirtz (2000).

égale un droit de vote». Saint-Gobain a cependant été dispensé de lancer une offre publique d'achat sur les actions détenues par les minoritaires, car le droit suisse autorise l'introduction de clauses d'*opting out* dans les statuts des sociétés cotées en bourse. L'existence d'une telle clause, qui remet en cause le principe d'égalité de traitement des actionnaires, a forcé les minoritaires de Sika à s'activer pour défendre leurs intérêts.

Ce cas permet de tirer divers enseignements sur l'importance du système légal dans la gouvernance actionnariale, ainsi que sur les difficultés rencontrées par des actionnaires minoritaires cherchant à protéger leurs intérêts dans des entreprises contrôlées par un actionnaire majoritaire.

Dans la suite de cet article, nous présentons successivement l'approche du *Law and Finance* (section 2), la clause d'*opting out* dans le droit suisse (section 3), les éléments clés de la campagne d'activisme (section 4), et quelques enseignements pour les professionnels (administrateurs, dirigeants, actionnaires et régulateurs) et pour les chercheurs en gouvernance (section 5).

2. L'APPROCHE DU *LAW AND FINANCE*

Dans leur célèbre revue de littérature publiée en 1997, Shleifer et Vishny précisent que la gouvernance d'entreprise se préoccupe des moyens dont disposent les actionnaires minoritaires pour veiller à ce que leurs investissements soient rentabilisés. En d'autres termes, il s'agit d'identifier des mécanismes permettant de contrôler les dirigeants pour éviter qu'ils ne dilapident les capitaux mis à leur disposition. Ils avancent qu'un bon système de gouvernance dépend de deux mécanismes : une protection légale des actionnaires minoritaires et la présence d'actionnaires de contrôle.

La protection légale peut prendre diverses formes. Elle consiste notamment à octroyer des droits de vote aux actionnaires pour leur permettre d'exprimer formellement leur avis sur des sujets clés (e.g., nomination d'administrateurs, montant des dividendes à verser ou des rachats d'actions, autorisation de réaliser une fusion-acquisition), et à permettre aux actionnaires de faire respecter leurs droits financiers (droit aux dividendes et droit aux plus-values) et politiques (droit de vote et droit à l'information) devant les tribunaux.

La présence de détenteurs de bloc de contrôle peut s'avérer profitable pour les actionnaires minoritaires, car ils sont fortement incités à discipliner les dirigeants, soit en votant lors des assemblées générales (i.e., en ne se comportant pas en passager clandestin), soit en s'impliquant dans la direction de l'entreprise. Cependant, les actionnaires de contrôle (et notamment les majoritaires) ont la possibilité d'extraire des bénéfices privés, ce qui peut rendre leur présence coûteuse pour les minoritaires.²

Bien qu'instructive, la revue de littérature de Shleifer et Vishny (1997) ne permet cependant pas de savoir s'il existe des différences significatives de protection légale à travers le monde, ou si le risque de prélèvement de bénéfices privés par les actionnaires de contrôle est important. Andrei Shleifer et ses confrères ont abordé ces sujets dans une série d'articles publiés les années suivantes.

La Porta et al. (1998) étudient les différences de protection légale des actionnaires dans 49 pays. Ils constatent que les pays de droit coutumier (i.e., common law) sont généralement plus protecteurs des droits des actionnaires minoritaires que les pays de droit civil français ou germanique. Par ailleurs, la concentration de l'actionnariat est négativement corrélée à la protection légale,

² Bien que les bénéfices privés puissent se justifier théoriquement, dans la mesure où ils rémunèrent le risque spécifique assumé par des actionnaires de contrôle détenant un portefeuille mal diversifié (Roger et Schatt, 2018), il est cependant généralement admis que le prélèvement de bénéfices privés remet en cause le principe d'égalité de traitement des actionnaires.

suggérant que les actionnaires minoritaires sont moins présents dans les pays où leurs droits sont moins protégés.

La Porta et al. (1999) constatent que de nombreuses entreprises à travers le monde sont contrôlées par des familles ou par l'Etat. Ces actionnaires de contrôle ont généralement beaucoup de pouvoir, grâce à la mise en place de structure pyramidales ou à la création de classes d'actions conférant un pourcentage de droits de vote supérieur au pourcentage d'actions. De tels montages juridiques permettent de détenir une majorité de droits de vote avec un investissement limité. Si les actionnaires de contrôle, et notamment les actionnaires majoritaires, sont relativement rares aux Etats-Unis, tel n'est pas le cas ailleurs dans le monde. En Europe de l'ouest, en Asie ou en Amérique du sud, un détenteur de bloc de contrôle est présent dans un grand nombre de sociétés cotées en bourse (La Porta et al., 1999 ; De La Cruz et al., 2019).

En tenant compte des résultats obtenus dans deux autres études sur le financement des entreprises (La Porta et al., 1997) et sur leur politique de dividendes (La Porta et al., 2000a), La Porta et al. (2000b) synthétisent leur programme de recherche ainsi : « *Investor protection turns out to be crucial because, in many countries, expropriation of minority shareholders and creditors by the controlling shareholders is extensive* » (page 4).

L'expropriation des minoritaires, déjà évoquée par Jensen and Meckling (1976), peut prendre diverses formes. Par exemple, elle peut consister en un transfert d'actifs vers d'autres sociétés détenues par les actionnaires de contrôle, ou dans la mise en place de prix de transferts 'anormaux' entre sociétés contrôlées par le même actionnaire. L'approche du *Law and Finance* insiste sur le fait que le système légal, notamment l'existence de lois incluses dans le droit des sociétés et dans le droit boursier, joue un rôle clé pour protéger les minoritaires contre ce risque d'expropriation.

Si cette approche de la gouvernance a donné lieu à de nombreux débats et controverses (e.g., Aguilera et Williams, 2009 ; LaPorta et al., 2008), les principaux opposants au Law and Finance admettent cependant que Shleifer et ses confrères ont défini un cadre d'analyse intéressant pour les chercheurs en gouvernance d'entreprise.

3. LA CLAUSE D'OPTING OUT

Le cas Sika/Saint-Gobain illustre l'importance de la protection légale des intérêts des actionnaires minoritaires et, par conséquent, la pertinence de l'approche du *Law and Finance*. Plus précisément, la possibilité offerte par le législateur suisse d'introduire une clause d'*opting out* dans les statuts de Sika a remis en cause le principe d'égalité de traitement des actionnaires de cette entreprise lors de l'acquisition du bloc de contrôle par Saint-Gobain. Cette situation a forcé les actionnaires minoritaires de Sika à s'activer pour défendre leurs intérêts.

Il faut rappeler que, en principe, une offre publique d'achat doit être lancée à la suite de l'acquisition d'un bloc de contrôle, et le prix offert pour les actions des minoritaires doit être identique à celui proposé pour les actions du détenteur du bloc de contrôle. Chabloz (2018) indique que ce régime d'offre obligatoire est valable en Europe (Directive Européenne 2004/25/CE du 21 avril 2004) et souligne que le droit suisse des OPA prévoit également le lancement d'une offre publique obligatoire à la suite de l'acquisition d'un bloc d'actions de 33.33 % ou plus, mais le recours à la clause statutaire d'*opting out* permet de se soustraire à cette règle (i.e., cette clause dispense l'acquéreur de lancer une OPA). L'existence de telles clauses a notamment été justifiée par la volonté du régulateur Suisse de réduire le coût de l'opération

pour un investisseur, qui pourrait être dissuasif s'il est obligé d'acheter toutes les actions et qui pourrait alors entraver la liberté du détenteur du bloc de contrôle de vendre ses actions. Dans un pays soucieux d'aboutir à un consensus politique, le Conseil fédéral suisse a donc proposé l'application de la règle de l'offre publique obligataire, mais avec la possibilité d'introduire une clause d'*opting-out* dans les statuts.

Selon Chabloz (2018), environ un quart des sociétés suisses cotées au SIX Swiss Exchange ont introduit une clause d'*opting out* dans leur statut, et ce chiffre est même beaucoup plus important lorsqu'on s'intéresse aux sociétés avec un actionnaire détenant au moins 33.33% des droits de vote. L'existence d'une telle clause dans les statuts de l'entreprise Sika est à l'origine de la campagne d'activisme actionnarial, que nous exposons dans la section suivante.

4. L'ACTIVISME ACTIONNARIAL CHEZ SIKA

4.1 *Présentation de Sika*

Sika est une grande entreprise suisse qui produit des matériaux de construction, avec une spécialisation dans les domaines de l'étanchéité, du collage, de l'insonorisation, du renforcement et de la protection d'ossatures. Elle affiche une bonne situation financière avant le début de la campagne d'activisme en début d'année 2015, comme en attestent les données comptables et les ratios financiers fournis dans le tableau 1. Elle connaît une forte croissance, avec un chiffre d'affaires qui passe de 4,5 à 5,5 milliards de francs suisses (CHF) entre 2011 et 2014. Par ailleurs, la rentabilité des capitaux propres est élevée (i.e., elle est proche de 20% en 2014) et l'endettement est limité.

Tableau 1 : situation financière de SIKA

| (en millions de CHF) | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 |
|--|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Eléments du Bilan | | | | | | | | |
| Actif immobilisé | 1778 | 1783 | 2144 | 2222 | 2146 | 2202 | 2708 | 3206 |
| Actif circulant | 2052 | 2498 | 2588 | 2596 | 2778 | 2897 | 3084 | 3177 |
| Total de l'actif | 3830 | 4280 | 4732 | 4818 | 4924 | 5099 | 5792 | 6382 |
| Capitaux propres | 1839 | 1910 | 2136 | 2383 | 2552 | 2948 | 3411 | 1675 |
| Dettes | 1991 | 2370 | 2596 | 2435 | 2372 | 2152 | 2381 | 4707 |
| Total du passif | 3830 | 4280 | 4732 | 4818 | 4924 | 5099 | 5792 | 6382 |
| Eléments du Compte de résultat | | | | | | | | |
| Chiffre d'affaires | 4556 | 4829 | 5142 | 5571 | 5489 | 5748 | 6248 | 7085 |
| Résultat d'exploitation (EBIT) | 347 | 433 | 523 | 633 | 673 | 795 | 896 | 946 |
| Résultat net comptable | 213 | 277 | 342 | 439 | 460 | 563 | 643 | 683 |
| Ratios de rentabilité et de solvabilité | | | | | | | | |
| Rentabilité des capitaux propres* | - | 14,8% | 16,9% | 19,4% | 18,6% | 20,5% | 20,2% | 26,9% |
| Dettes/Capitaux propres | - | 124% | 122% | 102% | 93% | 73% | 70% | 281% |

* Résultat net comptable/Capitaux propres moyens.

L'existence de deux classes d'actions permet à la famille Burkard, via la holding Schenker Winkler, de détenir 16% des actions et 52% des droits de vote. L'annonce de l'acquisition des actions de cette holding pour environ 2,75 milliards de francs suisses (soit une prime d'environ 80%) par le groupe français Saint-Gobain, début décembre 2014, n'est pas suivie par une annonce d'OPA car une clause d'*opting out* est incluse dans les statuts.

4.2 Les activistes

Le changement d'actionnaire de contrôle est jugé problématique par des actionnaires minoritaires et par la direction de Sika. Ils considèrent que le risque d'expropriation (c'est-à-dire le risque de transfert de ressources et de bénéfices vers Saint-Gobain) est élevé en cas de succès de cette tentative de prise de contrôle.³

³ Cette campagne d'activiste a été largement couverte par les médias. Les principales annonces sont synthétisées, par ordre chronologique, en annexe. Pour réaliser ce cas, nous avons eu l'occasion d'échanger avec un responsable d'Ethos au sujet de Sika, mais nous n'avons malheureusement pas eu accès à des informations privées permettant d'apprécier l'ensemble des éléments clés (par exemple, les négociations entre les diverses parties impliquées) de cette campagne d'activisme.

Dès la fin d'année 2014, la fondation suisse Ethos (qui regroupe de nombreuses caisses de pension et fondations d'utilité publique) demande la suppression de la clause d'opting-out lors de l'assemblée générale des actionnaires qui doit se dérouler en avril 2015. Selon Ethos, cette clause est *«injustifiée et sert uniquement à favoriser financièrement l'actionnaire de contrôle au détriment des actionnaires minoritaires»* et conduit donc à une inégalité de traitement entre les actionnaires. Début janvier 2015, la holding familiale SWH s'oppose à cette proposition, en rappelant que les actionnaires minoritaires avaient connaissance de la clause d'*opting-out* figurant dans les statuts de Sika.⁴

Quelques jours plus tard, un groupe d'actionnaires (la fondation Bill & Melinda Gates et le fonds Cascade Investment, qui détiennent 8,16% des actions et 4,62% des droits de vote) annonce avoir déposé deux demandes au conseil d'administration, sur lesquelles les actionnaires devront se prononcer lors de l'assemblée générale des actionnaires. La première concerne la réalisation d'un examen spécial, permettant de vérifier que les représentants de SWH siégeant au conseil d'administration n'ont pas fourni des informations non officielles à Saint-Gobain. La seconde concerne la nomination d'une commission d'experts, tenue de vérifier les pratiques du conseil d'administration et de la direction et d'établir des rapports réguliers aux actionnaires.

4.3 Les recours légaux pour faire invalider la clause d'opting-out

Le groupe d'activistes mené par Bill Gates a saisi les autorités du marché financier et les tribunaux suisses pour faire invalider la

⁴ SWH a demandé au tribunal cantonal de Zoug la convocation d'une assemblée générale extraordinaire (AGE) en février 2015 afin de procéder au non-renouvellement des mandats de membres indépendants du conseil d'administration opposés à la tentative de prise de contrôle. Mi-mars 2015, le Tribunal cantonal de Zoug a débouté SWH dans sa tentative d'imposer la tenue d'une assemblée générale extraordinaire, en raison de sa proximité avec l'assemblée générale annuelle du 14 avril 2015.

clause d'*opting-out*. Début mars, la Commission des OPA (COPA) juge cependant cette clause valable car la communication de Sika était transparente sur ce point, mais elle laisse ouverte la question de savoir si Saint-Gobain peut s'appuyer sur cette clause en cas de prise de contrôle de Sika. Par conséquent, les activistes ont déposé une seconde demande pour exiger que Saint-Gobain lance une OPA. Début avril 2015, la COPA annonce que Saint-Gobain est dispensé de lancer une OPA.

Les activistes font appel de la décision devant l'Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers (FINMA). Un mois plus tard, cette dernière confirme que Saint-Gobain n'est pas tenue de présenter une offre publique aux autres actionnaires de Sika. Mi-mai 2015, les activistes, en désaccord avec les interprétations et les conclusions de la FINMA, déposent un recours au tribunal fédéral administratif. Mi-juin 2015, ce dernier rejette toutes les demandes associées à la procédure qui vise à contester la clause d'*opting-out* validée en première instance. Début septembre, ce tribunal confirme la décision de la FINMA, dans un arrêt ne pouvant être attaqué par un nouveau recours.

4.4 La limitation des droits de vote de la holding familiale à l'assemblée générale

Outre la suppression de la clause d'*opting-out* devant les autorités du marché financier et les tribunaux suisses, la limitation des droits de vote de l'actionnaire majoritaire a constitué un autre enjeu clé pour les activistes.

Plus précisément, ces derniers tentent d'exploiter une faille dans les statuts de Sika, prévoyant que les droits de vote des actionnaires sont limités à 5%. Cette clause est supposée limiter le pouvoir des actionnaires minoritaires en possession d'un bloc d'actions. Les activistes considèrent, cependant, que cette clause doit également s'appliquer à la holding familiale, même si elle

en avait toujours été exemptée. Fin mars, le tribunal cantonal de Zoug donne raison aux activistes sur ce point.

Les droits de vote de la holding familiale sont donc limités à 5% lors de l'assemblée générale de 2015, mais ce plafonnement s'applique uniquement pour les élections des administrateurs indépendants au conseil d'administration. Sur ce point, on note qu'Ethos, la principale société de conseil en vote (*proxy advisor*) en Suisse, et *Institutional Shareholder Services* (ISS), le principal proxy advisor au monde, avaient recommandé de renouveler les administrateurs indépendants et de rejeter l'élection du nouvel administrateur proposé par la holding familiale au poste de président du conseil.

Puisque la holding familiale est autorisée à exercer l'ensemble de ses droits de vote sur la proposition de suppression de la clause d'*opting-out*, celle-ci est rejetée. En revanche, les deux résolutions (examen spécial et création d'une commission d'experts) proposées par les activistes sont approuvées lors de l'assemblée générale des actionnaires.

SWH a saisi la justice sur la limitation de ses droits de vote. Un recours auprès du juge de paix est formulé fin avril, mais la rencontre entre les protagonistes ne permet pas d'aboutir à un accord. Cette situation conduit la famille à déposer une plainte auprès du tribunal cantonal de Zoug. Mi-juin 2015, ce dernier confirme cependant la limitation des droits de vote.

4.5 Les autres pressions exercées par les protagonistes

En plus des batailles juridiques pour la suppression de la clause d'*opting out* et la limitation des droits de vote de la famille, les activistes ont exercé d'autres pressions sur l'actionnaire de contrôle pour arriver à leurs fins.

En particulier, une procédure a été ouverte mi-juillet 2015 contre M. Urs Burkard, administrateur de Sika et représentant de la holding familiale, pour manquement à ses obligations professionnelles. Les activistes considèrent que ce membre a joué un rôle majeur dans la tentative de prise de contrôle. De plus, ils se réservent le droit d'étendre la procédure à d'autres administrateurs nommés par la famille.

Par ailleurs, les activistes ont obtenu le soutien de nombreux cadres-dirigeants de Sika, même si leurs motivations divergent probablement. Dans une lettre (datant d'octobre 2015) au responsable du groupe Saint-Gobain, il est notamment indiqué : *«Nous ne pouvons pas comprendre qu'une société réputée telle que Saint-Gobain choisisse une approche aussi aventureuse pour acquérir une autre compagnie. [-] La vérité est que nous ne voyons aucune synergie réalisable, mais même des 'dé-synergies' selon la structure de la transaction proposée»*. L'idée selon laquelle les gains opérationnels espérés par Saint-Gobain sont limités est d'ailleurs supportée par les décisions des autorités de la concurrence, qui n'ont pas décelé d'indice de position dominante⁵.

Face à ces attaques, la holding familiale n'est pas restée inactive. Une plainte en responsabilité a notamment été déposée contre trois administrateurs indépendants de Sika au mois de mai 2015. Ils sont accusés d'avoir fait campagne pour empêcher la vente du bloc de contrôle familiale à Saint-Gobain, en dépensant plusieurs millions de francs contre le principal actionnaire de la société.

4.6 Le dénouement de la campagne d'activisme

Une solution est finalement annoncée en 2018, soit plus de trois ans après l'annonce du transfert du bloc de contrôle de la holding

³ Fin juillet 2015, la commission européenne a donné son accord à cette transaction, confirmant ainsi celles obtenues en Chine et aux Etats-Unis. Enfin, mi-septembre 2015, la Commission de la concurrence suisse a également autorisé cette prise du contrôle.

familiale à Saint-Gobain. Sika achète 6.97% (représentant 23,7% des droits de vote de Sika) des actions détenues par la holding familiale dans le cadre de programme de rachat d'un montant de 2,25 milliards de francs suisses. Cette opération est financée par l'émission d'un emprunt obligataire de 1,65 milliard de francs.

Saint-Gobain renonce à prendre le contrôle de Sika, mais en devient le premier actionnaire avec 10,75% du capital et des droits de vote suite de la conversion des actions de Sika en une catégorie d'action unique, conduisant au respect du principe «une action égale un droit de vote». Le Tableau 2 présente l'évolution de l'actionnariat au cours de la période 2013-2018. Par ailleurs, Saint-Gobain s'engage à conserver cette participation pour une durée minimale de 2 ans et les parties mettent fin à l'ensemble des procédures judiciaires en cours.

Tableau 2 : évolution de l'actionnariat de SIKA

Les données ont été collectées dans les rapports annuels de Sika.

| | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 |
|--|-------|-------|-------|-------|-------|---------|
| Nombre d'actions (en millions) | | | | | | |
| Actions au porteur (bearer shares) | 2,151 | 2,151 | 2,151 | 2,151 | 2,151 | 141,781 |
| Valeur nominale (en CHF) | 0,6 | 0,6 | 0,6 | 0,6 | 0,6 | 0,01 |
| Actions nominatives (registered shares) | 2,334 | 2,334 | 2,334 | 2,334 | 2,334 | - |
| Valeur nominale (en CHF) | 0,1 | 0,1 | 0,1 | 0,1 | 0,1 | - |
| Détenteurs de droits de vote (en %) | | | | | | |
| Schenker-Winkler holding | 52,7 | 52,9 | 52,9 | 52,9 | 52,9 | 10,75 |
| Black Rock | - | 3,2 | 3,0 | 4,9 | 3,4 | 7,7 |
| « Groupe » Bill & Melinda Gates | - | - | 5,2 | 5,0 | 3,4 | 5,3 |

Dès la fin de cette période de blocage des actions, Saint-Gobain a annoncé la vente de l'intégralité de sa participation dans Sika, par le biais d'un placement privé auprès d'investisseurs institutionnels pour 2,56 milliards de CHF. Dans un communiqué, il est précisé que cette opération a permis de générer un gain brut s'élevant à 1,54 milliard d'euros.

5. QUELS ENSEIGNEMENTS TIRER DE CETTE CAMPAGNE D'ACTIVISME ?

5.1 *L'importance de la loi et des statuts pour les activistes*

Le cas Sika/Saint-Gobain met en évidence les difficultés rencontrées par les actionnaires minoritaires pour défendre leurs intérêts lorsque la loi favorise le non-respect de l'égalité de traitement des actionnaires dans des sociétés contrôlées. Il est admis que les actionnaires minoritaires peuvent plus facilement se faire entendre lorsqu'ils ne font pas face à un actionnaire de contrôle. Par exemple, dans le cas récent de l'entreprise Danone, caractérisée par un actionnariat dilué, la politique de communication des activistes a été suffisante pour obtenir le remplacement du président directeur général. Dans l'entreprise André, où les dirigeants détenaient un bloc de contrôle non-majoritaire, l'acquisition d'un nombre important d'actions a permis aux activistes d'obtenir gain de cause lors de l'assemblée générale des actionnaires (Albouy et Schatt, 2004).

Dans le cas Sika, ces deux mécanismes (politique de communication et acquisition d'actions sur le marché) s'avèrent insuffisants pour permettre aux activistes de protéger leurs intérêts et faire respecter le principe d'égalité de traitement des actionnaires. Seule l'exploitation d'une faille dans les statuts, permettant de limiter les droits de vote de l'actionnaire de contrôle, a permis de maintenir une majorité d'administrateurs indépendants au conseil d'administration et de bloquer la prise de contrôle. Ainsi, le risque d'expropriation des actionnaires minoritaires de Sika a disparu, mais ils n'ont pas pu bénéficier de la prime de 80% offerte à l'actionnaire de contrôle familial par Saint-Gobain.

Une analyse de la littérature académique montre que nos connaissances sont très limitées sur l'existence de clauses statutaires conduisant au non-respect de l'égalité de traitement des actionnaires (à l'exception d'une littérature – relativement ancienne - sur les clauses anti-OPA). Des recherches futures devraient donc analyser les causes et les conséquences de l'inclusion de telles clauses statutaires.

5.2. Les conflits d'intérêts entre actionnaires majoritaires et minoritaires

L'abondante recherche sur la structure de propriété des entreprises a mis en évidence deux types de conflits d'intérêts. Le premier (conflit de type I) oppose les dirigeants aux actionnaires minoritaires et le second (conflit de type II) oppose les actionnaires de contrôle aux actionnaires minoritaires. Le cas Sika/Saint-Gobain met en évidence que l'intensité des conflits de type II dépend de la nature du détenteur de bloc de contrôle. En effet, les risques encourus par les actionnaires minoritaires semblent moindres lorsqu'une famille (soucieuse de protéger sa réputation) détient un bloc de contrôle, comparativement à une maison-mère industrielle qui dispose de plus d'opportunités pour transférer des ressources et des bénéfices au sein du groupe.

Il serait souhaitable de mieux identifier les différents risques encourus par les actionnaires minoritaires dans des entreprises contrôlées par un actionnaire majoritaire, en fonction de la nature de ce dernier (famille ou société-mère). En particulier, il serait nécessaire de mieux comprendre comment les actionnaires minoritaires intègrent le risque d'expropriation par les divers types d'actionnaires de contrôle, et comment les conseils d'administration gèrent ce risque dans les divers systèmes légaux.

5.3. Les administrateurs indépendants dans les entreprises avec un actionnaire majoritaire

Les administrateurs indépendants, pourtant élus par le groupe familial majoritaire (avant la tentative de prise de contrôle par Saint-Gobain), ont veillé à protéger les intérêts des actionnaires minoritaires. La question se pose de savoir quelles raisons ont poussé ces administrateurs à se comporter ainsi, et à ne pas favoriser les intérêts du groupe familial.

Deux explications peuvent être avancées. D'une part, le risque de litige, qui dépend largement du système légal, peut expliquer leur choix. Le fait que les activistes sont susceptibles de saisir les tribunaux pour engager la responsabilité des administrateurs représentant les intérêts de la famille (pour manquement aux obligations professionnelles) a probablement discipliné les administrateurs indépendants. Sur ce point, on notera que peu de travaux ont veillé à analyser comment le risque de litige des administrateurs influence leurs décisions (Melis et al., 2021). D'autre part, le risque réputationnel a également pu influencer les décisions des administrateurs indépendants. Ce risque était particulièrement élevé en raison des prises de positions favorables aux activistes des *proxy advisors*. Ces derniers analysent les résolutions soumises au vote des actionnaires lors de l'assemblée générale, et recommandent de voter en faveur ou en défaveur de ces résolutions.

L'analyse du comportement des administrateurs permet aux *proxy advisors* d'ajuster leurs recommandations sur la nomination ou sur le renouvellement des administrateurs d'une entreprise donnée, mais également sur leur élection au conseil d'administration d'autres entreprises. Sur ce point, il serait intéressant de mieux comprendre comment les sociétés de conseil en vote (*proxy*

advisors) mesurent et prennent en compte la réputation des administrateurs (Sauerwald et al., 2018).

Quelles que soient les raisons ayant conduit les administrateurs indépendants à privilégier les intérêts des minoritaires au détriment de ceux du groupe familial, la question se pose de savoir comment favoriser la présence de tels administrateurs non affiliés à l'actionnaire de contrôle. La mise en place d'un quota d'administrateurs indépendants dans les entreprises contrôlées par un actionnaire majoritaire est une solution à ce problème, mais il serait intéressant d'envisager d'autres solutions.

6. CONCLUSION

Le cas Sika/Saint-Gobain, qui a opposé les actionnaires minoritaires à l'actionnaire majoritaire de Sika, met en évidence deux faits saillants. Premièrement, la protection légale conditionne le comportement des actionnaires dans les sociétés cotées, comme l'indiquent Shleifer et ses confrères dans leur approche du *Law and Finance*. L'existence d'une loi (en Suisse) conduisant à une inégalité de traitement des actionnaires a causé le lancement d'une campagne d'activisme actionnarial chez Sika. Deuxièmement, le droit de vote des actionnaires minoritaires ne constitue pas une protection légale efficace pour limiter le risque d'expropriation par un actionnaire majoritaire. Autrement dit, la présence d'un actionnaire majoritaire limite très significativement l'efficacité du droit de vote des actionnaires minoritaires.

Ce cas illustre également la variété des motivations des campagnes d'activisme et des facteurs clés de succès (Girard, 2001 ; Cziraki et al., 2010 ; Goranova et Ryan, 2014 ; Denes et al., 2017). Dans la mesure où de nombreuses entreprises à travers le monde sont contrôlées par un actionnaire majoritaire, et que les systèmes légaux diffèrent, il serait nécessaire de mieux

comprendre comment protéger les intérêts des actionnaires minoritaires lorsque le système légal offre des opportunités d'expropriation aux actionnaires majoritaires.

RÉFÉRENCES

Aguilera, R.V., Crespi-Cladera, R. (2016). Global corporate governance: On the relevance of firms' ownership structure. *Journal of World Business*, 51, 1, 50-57.

Albouy, M., Schatt, A. (2004). Les prises de contrôle par les actionnaires contestataires : le cas André. *Finance Contrôle Stratégie*, 7, 2, 33-65.

Chabloz, I. (2018). Opting out ou quand l'offre obligatoire rate sa cible. *AJP/PJA*, 3, 270-280.

Cziraki, P., Renneboog, L., Szilagyi, P. G. (2010). Shareholder activism through proxy proposals: The European perspective. *European Financial Management*, 16, 5, 738-777.

De La Cruz, A., A. Medina and Y. Tang (2019), *Owners of the World's Listed Companies*, OECD Capital Market Series, Paris, www.oecd.org/corporate/Owners-of-the-Worlds-Listed-Companies.htm.

Denes, M. R., Karpoff, J. M., McWilliams, V. B. (2017). Thirty years of shareholder activism: A survey of empirical research. *Journal of Corporate Finance*, 44, 405-424.

Filatotchev, I., Wright, M. (2011). Agency Perspectives on Corporate Governance of Multinational Enterprises. *Journal of Management Studies*, 48, 2, 471-486.

Girard, C. (2001), Une typologie de l'activisme des actionnaires minoritaires en France, *Finance Contrôle Stratégie*, 4, 3, 123-146.

Goranova, M., Ryan, L. V. (2014). Shareholder activism: A multidisciplinary review. *Journal of Management*, 40 (5), 1230-1268.

Jensen, M., Meckling, W. (1976). Theory of the firm: managerial behavior, agency costs, and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360.

La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. (1999). Corporate ownership around the world. *Journal of Finance*, 54, 471-517.

- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., Vishny, R. (1997). Legal determinants of external finance. *Journal of Finance*, 52, 1131-1150.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., Vishny, R. (1998). Law and finance. *Journal of Political Economy*, 106, 1113-1155.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., Vishny, R. (2000a). Agency problems and dividend policies around the world. *Journal of Finance*, 55, 1-33.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., Vishny, R. (2000b). Investor protection and corporate governance. *Journal of Financial Economics*, 58, 3-27.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. (2008). The Economic Consequences of Legal Origins, 46, *Journal of Economic Literature*, 46, 2, 285-332.
- Melis, A., Rombi, L. (2021). Country-, firm-, and director-level risk and responsibilities and independent director compensation. *Corporate Governance: An International Review*, 29, 3, 222-251.
- Roger P., Schatt A. (2016). Idiosyncratic Risk, Private Benefits, and the Value of Family Firms. *Finance Research Letters*, 17, 235-245.
- Sauerwald, S.; van Oosterhout, J., Van Essen, M., Peng, M. W. (2018). Proxy Advisors and Shareholder Dissent: A Cross-Country Comparative Study. *Journal of Management*, 44, 8, 3364-3394.
- Shleifer, A., Vishny, R. (1997). A survey of corporate governance. *Journal of Finance*, 52, 737-783.
- Wirtz, P. (2000). L'étude de cas : réflexions méthodologiques pour une meilleure compréhension du rôle de la comptabilité financière dans le gouvernement d'entreprise. *Comptabilité Contrôle Audit*, 3, 6, 121-135.

ANNEXE. PRÉSENTATION CHRONOLOGIQUE DES ÉVÈNEMENTS

Toutes les annonces proviennent de *AWP Premium Swiss News* (extraits de Lexis-Nexis), sauf celles avec les indications suivantes : † www.finma.ch; * www.latribune.fr, ** www.allnews.ch, *** Reuters.

| Date | Évènement |
|--------------|---|
| 23/12/2014 | Ethos demande la suppression de la clause d'opting-out chez Sika |
| 05/01/2015 | SWH demande à la justice la convocation d'une AG, sans doute en février |
| 22/01/2015 | Un groupe d'actionnaires propose deux résolutions spéciales |
| 26/01/2015 | SWH juge illégale la limitation de ses droits de vote |
| 06/03/2015 | La Commission des OPA donne raison à la holding familiale |
| 09/03/2015 | La Fondation Gates demande une offre publique d'achat |
| 17/03/2015 | Un tribunal zougais rejette l'assemblée extraordinaire, SWH prend acte |
| 23/03/2015 | La justice déboute SWH sur les droits de vote, le dossier pas encore réglé |
| 31/03/2015 | ISS apporte son soutien au conseil d'administration |
| 02/04/2015 | Cascade et Gates Foundation font appel contre la décision de la COPA |
| 14/04/2015 | Les droits de vote de SWH limités sur certains points |
| 27/04/2015 | SWH conteste les décisions de l'assemblée générale |
| 4/5/2015† | Rejet du recours de la fondation Gates par une commission de la FINMA |
| 12/05/2015 | SWH et Sika devant le juge de paix, pas d'accord |
| 18/05/2015 | Plainte en responsabilité contre trois administrateurs |
| 18/05/2015 | Bill Gates dépose un recours au TAF contre la clause d'opting-out |
| 11/06/2015 | La Cour suprême du canton de Zoug rejette l'appel de la holding SWH |
| 17/06/2015 | Le TAF exclut le groupe comme partie à la procédure d'opting-out |
| 24/06/2015 | Southeastern prend 3% et soutient pleinement la direction |
| 13/07/2015 | Bill Gates lance une procédure contre l'administrateur Urs Burkard |
| 23/07/2015 | La Commission européenne autorise la prise de contrôle par Saint-Gobain |
| 01/09/2015 | Conflit Sika: la décision de la FINMA confirmée |
| 16/09/2015 | St-Gobain obtient le feu vert de la COMCO pour le rachat |
| 13/10/2015 | Nouvelle lettre des cadres à Saint-Gobain contre l'opération |
| 11/05/2018* | Saint-Gobain renonce à contrôler le suisse Sika, mais en devient le 1er actionnaire |
| 11/06/2018* | Sika adopte le principe d'une action, un droit de vote |
| 07/09/2018** | Sika: réduction de capital réalisée |
| 27/5/2020*** | Saint-Gobain a tiré €2,41 mds de la cession de sa participation dans Sika |

INSTITUTIONALISATION OF SHAREHOLDER ACTIVISM IN CANADA: THE STORY OF MÉDAC

Sylvie Berthelot,

École de gestion - Université de Sherbrooke, Sherbrooke, Canada
Email : Sylvie.Berthelot@USherbrooke.ca

Michel Coulmont,

École de gestion - Université de Sherbrooke, Sherbrooke, Canada
Email : michel.coulmont@usherbrooke.ca

Vanessa Serret,

Université de Lorraine, IAE de Metz, France
Email : Vanessa.serret@univ-lorraine.fr

Vincent Gagné

École de gestion - Université de Sherbrooke, Sherbrooke, Canada
Email : vincent.gagne2@usherbrooke.ca

ABSTRACT:

The goal of shareholder activism is to force companies to act according to the expressed expectations of certain shareholders. This activism takes the following two forms: financial and social. Financial activism is manifested by the submission of often very hostile proposals (and a vote) aiming to maximise short-term shareholder value at companies' annual general meetings (AGM). Social shareholder activism is expressed by the submission of proposals (and a vote) that seek to pressure companies to change their environmental, social or governance practices in order to improve their societal impacts. Although less hostile, these latter proposals nonetheless often cause controversy within organisations. This case study examines the various parties involved and the actions implemented by the Mouvement d'éducation et de défense des actionnaires (MÉDAC), a non-governmental organisation (NGO) that has played a major role in the Canadian social shareholder activism landscape

by helping to institutionalise this social movement. This study is intended to identify the actors and measures taken on the one hand, to ensure the means of action and the long-term survival of the NGO and, on the other, to initiate certain changes in Canadian corporate practices. Our data were collected from interviews with MÉDAC representatives and documents available on the SHARE (Shareholder Association for Research & Education) and MÉDAC websites, as well as on corporate websites and the official websites of the applicable government authorities. Our observations are interesting for individual shareholders wishing to express their expectations of corporate societal practices. By establishing its legitimacy, MEDAC was not only able to mobilise the resources it needed to carry out its mission to defend and educate individual shareholders but was also able to institutionalise corporate shareholder societal activism in Canada.

KEYWORDS :

Shareholder activism, Social activism, Institutional theory, Legitimacy, Non-governmental organization (NGO).

1. INTRODUCTION

In Canada, as elsewhere, financial markets have changed significantly in recent decades. The resulting financial neoliberalism has led to: 1) an increase in importance of the financial sector over the other sectors of activity of the economy; 2) the transfer of revenues from other economic sectors to the financial sector; 3) greater income inequalities and stagnating salaries (Palley, 2013), particularly with the relocation of production; and 4) unprecedented pressure on the planet's ecosystem stemming from unrestrained business practices. Financial activism owes its origin both to this paradigm (Girard and Gates, 2020) and to the rise of institutional ownership (Goranova and Ryan, 2014). Financial activists submit proposals at annual general meetings

that express their dissatisfaction with corporate governance or performance and often demand specific actions from corporate managers to improve shareholder value (Goranova and Ryan, 2014). They can also negotiate and exert non-proposal pressure or engage in proxy contests (Denes, Karpoff and McWilliams, 2017). This type of shareholder activism is perceived as a mechanism to monitor firm managers who may have interests other than value maximisation (Bouaziz, Ben Amar Fakhfakf and Jarboui, 2020). Prior studies show that firms targeted by this type of activism post lower performance in the years preceding activist intervention and perform less well than their peers (Albouy, 2020). Moreover, results in this field of research tend to show that activism associated with ownership blocks does not seem to effect significant change in the target firm value (Denes, Karpoff and McWilliams, 2017). Nevertheless, the financial shareholder activism exercised by hedge funds is associated with increases in share value (Denes, Karpoff and McWilliams, 2017; Guegen and Melka, 2021). Even though hedge funds have been criticised for employing short-termist strategies (Ahn and Wiersema, 2021), such as asset-based restructuring of targeted firms and cash flow redistribution, (Bessière, Kaestner and Lafont, 2011; Goranova and Ryan, 2014), a number of empirical studies show a positive medium and long-term impact on firms' accounting and financial performance (Bebchuck et al., 2015; Albouy et al., 2017; Albouy, 2020). However, these studies do not address the firms' societal practices.

As the ideological descendent of the 1960s civil rights movement (Goranova and Ryan, 2014), social shareholder activism is a very different phenomenon. It also involves shareholders' filing and voting on proposals at AGMs, but these proposals target environmental and social as well as governance issues. The actors in this type of shareholder activism are heterogenous investors

groups, such as religious groups, public pension funds, labour union funds, and individual investors, wishing to communicate their expectations to corporate executives about their practices. In Canada, social shareholder activism really began with the January 9, 1997, decision handed down by Justice Pierrette Rayle in the case of Yves Michaud, since dubbed the “Robin Hood of the banks”, against the National Bank of Canada and the Royal Bank of Canada. Justice Rayle ruled in favour of Michaud and ordered the two banks to include his proposals in their management circular accompanying the notice of meeting for their next AGM. Michaud’s proposals aimed at limiting CEO compensation and the number of terms directors could serve, as well as monitoring the governance practices of the chair of the board of directors, director independence, and executives’ debt programs.

Yves Michaud founded the Association de protection des épargnants et investisseurs du Québec (APÉIQ) on December 7, 1995, to provide a tool that would give a voice to small shareholders and a platform for them to exchange information and defend their cause (MÉDAC, 2021). On May 29, 2005, APÉIQ changed its name to MÉDAC. An examination of this NGO and the innovative path it took to achieve its goals will highlight the concrete actions that led to the institutionalisation of active social shareholder activism and contributed to socially responsible corporate behaviour.

Our study aims to answer the following questions: What were the actions, both in the association’s modalities of operation and in the deployment of activist strategies, that enabled MÉDAC to make a significant contribution to the institutionalisation of social shareholder activism in Canada? Our study examined data collected from interviews with MÉDAC representatives (three interviews with a number of respondents) and from documents available on the SHARE (Shareholder Association for Research & Education) and MÉDAC websites, as well as the official websites of the applicable government authorities (SEDAR.com). Our

analyses show that over time, the steps MÉDAC took to contest the many shortcomings in the societal practices of Canadian firms acquired a certain legitimacy. These actions contributed to real societal changes, including the adoption of Say on Pay by many organisations, more female directors on the boards of Canadian firms (and the regulation of the Canadian Securities Administrators to that effect), plus greater transparency in disclosing much societal information on the part of Canadian organisations.

Our study furthers understanding of how actions undertaken by an individual or even a group of individuals can contribute to the institutionalisation of better societal practices among organisations. In addition, the case of MÉDAC supports the explanations advanced by two theories developed in prior research. The NGO's modalities of operation corroborate the resource mobilisation theory (a social movement theory), while its action strategies (activism in a different form) are deployed around the three mechanisms of institutionalisation (regulative, normative and cognitive structures) explained by neoinstitutional theory (an organisational behaviour theory). These two theories explain how MÉDAC was able to establish and maintain its legitimacy and, though this legitimacy, able to bring about a number of societal changes within organisations.

2. THE ORIGINS OF SOCIAL SHAREHOLDER ACTIVISM

Although corporations have been a source of wealth and well-being ever since the dawn of the industrial age, they nonetheless have often serious repercussions on the societies in which they operate (Sjostrom, 2008), particularly with the advent of financial neoliberalism in recent decades. These repercussions may, for example, be the excessive exploitation of human and animal populations or of plant and mineral resources. At the same time, growth in firm size has significantly impacted corporate governance

structure. In the early years of industrialisation, most firms were run by their founding owner or other family members. However, their growing size enforced a separation of ownership and control for many firms (Berle and Means, 1932). Numerous large corporations are now owned by hundreds of thousands of shareholders and run by managers, making it much more complicated for other stakeholders affected by the organisation's activities to force them to act responsibly. The hundreds of thousands of shareholders are usually disorganised and fail to act in a concerted manner. This can lead to an asymmetry of information between these shareholders and management in the listed firms today. While very many studies on agency theory document practices that could attenuate the financial consequences of this information asymmetry (Scott and O'Brien, 2020), few identify practices that could help reduce corporations' social and environmental impact, which affects numerous other stakeholders.

Over the years, more stringent legislation, pressure from environmental and social activist groups, consumer boycotts, and shareholder activism have been the most common agencies and measures deployed to try to force corporations to change their behaviour, first in the United States and later in other countries like Canada. One of the earliest studies documenting this practice in the US was conducted by Proffitt and Spicer (2006), who examined proposals on human rights and labour standards submitted during the proxy seasons from 1969 to 2003 (Sjostrom, 2008). The vast majority of these proposals were sponsored by religious groups and public pension funds. In the early 1980s, several NGOs began to push for socially responsible investing, urging certain firms to change some of their practices (Guay et al., 2004). Under American and Canadian legislation, any shareholder is entitled to submit a draft resolution that will be voted on at the annual general meeting if the shareholder has continuously held at least \$2,000 in market value or 1% of the firm's share capital for at

least one year (six months in Canada). Since individual investors and NGOs do not always have the financial resources needed to take an equity position in listed firms, this legislative provision enables them to engage in shareholder activism. This is the case for Yves Michaud and MÉDAC¹.

3. METHODOLOGY

The observations used in the following analyses derive from two separate methodological approaches. First, three group interviews with a number of MÉDAC representatives were conducted during which the organisation's goals, operating practices and activism strategies were addressed. In addition, one researcher attended an annual general meeting. Second, data were collected on the proposals presented at annual general meetings and on other forms of activism from documents available on the SHARE (Shareholder Association for Research & Education) and MÉDAC websites, as well as the official websites of the applicable government authorities (SEDAR.com).

4. MÉDAC'S OPERATING PRACTICES

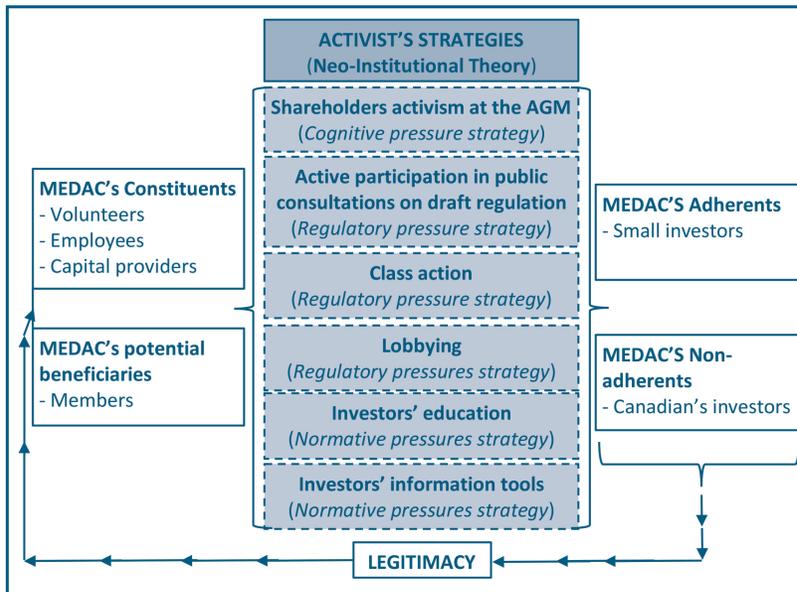
Figure 1 summarises the results of our observations and analysis of MÉDAC's operating practices and the activism strategies it deployed. As in all organisations, MÉDAC's creation and long-term survival is based on resources. Some theoreticians have

¹ Like in the United States and the United Kingdom, the financial system in Canada is market-based rather than bank-based as it is in continental European countries and Japan (Zogning, 2017). The market-based financial system is notable for the extent to which stock exchanges rather than banks provide capital to non-financial economic agents. In this type of system, the investors (particularly those holding a significant percentage of shares) are in a strong position to determine companies' policies. The governance model in this type of system is called the shareholder governance model. Minority shareholders are considered to be more protected in the market-based system, despite their limited ability to influence property rights and protect individual and institutional shareholders (Zogning, 2017).

suggested that organisations aiming to create social movements act like other organisations in society, inasmuch as they are formal organisations attempting to implement the preferences of a social movement or countermovement (McCarty and Zald, 1977; Martin, 2015). It is from this perspective that the resource mobilisation theory examines how these organisations effectively mobilise resources to successfully achieve their organisational goals. These resources may be material (e.g., incomes, assets, volunteer) or immaterial (e.g., friendship, moral commitment, reputation).

Like all organisations, “social movement organisations” have to compete with others for the resources controlled by individuals and other organisations (Martin, 2015). As well, any social movement has “adherents” who believe in the movement’s goals. Martin (2015) identifies four categories of adherents or nonadherents. The first category consists of the “constituents” who provide the resources. The second encompasses “potential beneficiaries”, those who would benefit from the achievement of the organisation’s objectives. The third is made up of “adherents” who are not potential beneficiaries but whom the organisation may attempt to mobilise to obtain resources. Lastly, there is the “bystander public” who are nonadherent and indifferent but are witnesses to the social movement (Martin, 2015). The interviews with MÉDAC representatives and information collected from its website showed us that MÉDAC’s creation and modalities of operation practices are consistent with the resource mobilisation theory on a number of points. However, we found that in MÉDAC’s case it is the legitimacy of the organisation’s goals and actions that enables the ongoing and long-term mobilisation of resources. Without this legitimacy, the resource mobilisation theory is simply the static representation of the mobilisation of the resources of an organisation aiming to establish a social movement. In MÉDAC’s case, we note that this representation can be dynamic (in a loop) by including the perceived legitimacy of its goals and actions.

Figure 1: MEDAC's Operation Modalities explained by "Resource mobilization theory"



MÉDAC'S history began with its widely publicised historic victory against the Royal Bank of Canada and the National Bank of Canada, Yves Michaud embarked on a crusade against other large Canadian banks, adding other proposals to his program (Crête, 1998). Since MÉDAC changed its name in 2005, it has not only drafted socially and environmentally oriented proposals targeting large Canadian listed firms, but also provided individual shareholders with information and educational tools. In addition, the organisation's mission has hinged on the following five goals: 1) to promote its members viewpoint on the operation of financial markets; 2) to foster better shareholder representation on corporate boards of directors; 3) to promote greater corporate management transparency; 4) to provide a platform for debate and the exchange of ideas; and 5) to ensure the education of its members.

Over the last 25 years, MÉDAC's board of directors and management team have been largely made up of volunteers dedicated to achieving these goals. They constitute what Martin (2015) calls the "constituents" category. They are the ones who provide the resources, which in MÉDAC's case, are mainly in the form of publicity and intellectual capital since they contribute on a volunteer basis. Throughout the organisation's history, a number of well-known Quebec personalities have contributed to MÉDAC's growth and reputation by participating as special advisors and/or directors.

These include Yves Michaud (naturally), journalist and politician committed to the defence of the French language; Jacques Parizeau, former Premier of Quebec; Claude Béland, former CEO of the Mouvement Desjardins; Fernand Daoust, President of the Fonds de solidarité FTQ; and Louise Champoux-Paillé, Founding Chair of the Bureau des services financiers² and member of the Order of Canada, Knight of the Ordre national du Québec and Fellow of the Ordre des administrateurs agréés du Québec.

Over the years, MÉDAC's board members, committed volunteers and permanent staff (one employee) have been able to use their intellectual capital and take concrete steps to fulfil the NGO's mandate to initiate activist actions, as well as secure the financing for these actions and the association's long-term survival. Through the years, MÉDAC has been able to procure financing from various partners, including the Autorité des marchés financiers, the Caisse de dépôt et placement du Québec, the Mouvement Desjardins, La Capital, and the Investment Industry Regulatory Organization of Canada. These organisations could be described as "adherent"

² *The Bureau des services financiers was a Quebec paragonovernmental regulatory organisation responsible for overseeing the distribution of insurance products, mutual funds and financial planning.*

organisations. MÉDAC also receives annual fees from members who are “potential beneficiaries”. This category can be much more far-reaching since MÉDAC’s activist actions are multiple and can benefit all Canadian investors and firms and civil society in certain situations. Lastly, the “bystander public” represents small and large Canadian investors who are witness to the societal changes triggered by MÉDAC’s activities. The constituents in this organisational field appear to be particularly important since the NGO is able to draw on their intellectual capital, which is crucial to the mobilisation of the material and immaterial resources necessary to achieve its organisational goals. The other parties involved are also important to MÉDAC’s survival since they form the foundation that enables it to attain the legitimacy needed to elicit the desired societal changes.

5. MÉDAC’S ACTIVIST STRATEGIES

According to the interviews with MÉDAC representatives, the organisation’s activism strategies that grant it its legitimacy are based on the following three institutionalisation mechanisms of the neoinstitutional theory put forward by DiMaggio and Powell (1983) and Scott (1995): regulative, normative and cognitive structures. Scott (1995) sees legitimacy as a condition reflecting cultural alignment, normative support or consonance with relevant rules or laws (Larrinaga-Gonzalez, 2007) necessary to the organisation’s survival. In his view, this alignment is the result of the isomorphism of organisations consequent to the regulative, normative and cognitive structures of the society within which these organisations operate. Although legitimacy is based on perceptions, it is considered to be a resource on which an organisation depends for survival (Dowling and Pfeffer, 1975; O’Donovan, 2002; Deegan, 2007). This is the perspective MÉDAC representatives adopted in deploying their activism strategies.

5.1 Shareholder activism

To reach its objectives, each year MÉDAC first prepares proposals based on the national and international monitoring of issues of interest, as well as the voting policies of large institutional investors and the recommendations of Institutional Shareholder Services (ISS) and Glass Lewis, two major voting advisory firms. To analyse these proposals, we used data respecting the socially and environmentally oriented proposals submitted to Canadian firms since 1982, available in the Shareholder Association for Research and Education (Share.ca) database. We codified and analysed the proposals included in this database for the period from 2000 to 2017. Table 1 presents the number of proposals submitted by MÉDAC by year and the issues in question. The number in parentheses represents the draft resolutions submitted by filers other than MÉDAC. As the table shows, over the 18 years under observation, MÉDAC submitted more than 717 draft resolutions or over 50% of the 1,428 of the proposals listed on the Shareholder Association for Research and Education (Share.ca) database. MÉDAC's proposals target issues in governance and management practices.

We broke down the proposals available on the Share.com database into six categories. The first includes the proposals associated with corporate boards of directors, addressing such concerns as increased female representation on boards, requirements for firms to ensure the board is two-thirds independent, the independence of the compensation committee and advisors, requests for companies to review their director recruitment policies, the nomination of more than one candidate for each director position and the election of directors individually, a provision not to hire auditors to perform non-audit work, the establishment of an ethics committee or a separate risk management committee, and the separation of the positions of chair and CEO. MÉDAC submitted

217 proposals in this category (30.3% all the proposals it submitted). MÉDAC was slightly more active than the other social shareholder activists, who filed 137 proposals on these issues.

The second category of proposals relate to executive and director compensation. It includes proposals requesting, for instance, that stock option plans be tied to performance, the adoption of an advisory shareholder vote on executive compensation, the capping of executive compensation, restricting executives' exercise of options to end of tenure, eliminating stock option plans, and limiting equity-based compensation due to change in control. Over the 18 years covered by the observations, MÉDAC filed 176 proposals (24.5% of all the proposals it submitted) on these issues. The latter issue was moreover the focus of 171 proposals from other social shareholder activists.

The third category, which is associated with shareholder rights, includes proposals on the elimination of multiple-voting-rights shares, simultaneous communication to all shareholders, requests that no major announcements be made in days prior to annual general meetings and that the board's voting recommendations not appear on the proxy ballot, as well as requests respecting shareholder approval prior to merger proposals. MÉDAC submitted 64 proposals (or 8.9% of all proposals it submitted) on these issues, in comparison with other shareholder activists, who filed 59.

The fourth category of proposals refers to corporate social reporting (CSR). In this category, MÉDAC submitted 48 proposals (6.7% of the proposals it submitted) associated with requests for stronger corporate commitment to clients, the communities and the environment, as well as respect of employee and human rights. These issues seem to be of more interest to other shareholder activists, who submitted 87 proposals in this respect in the period under study.

The fifth category focuses on executive compensation disclosures (e.g., disclosure of the cost of executives' severance arrangements or the total value of executives' pension benefits and related costs), governance (e.g., disclosure of identity and relationships of affiliated and related directors, disclosure of all boards on which directors have served in the past five years, identification of compensation consultants, etc.) and corporate social responsibility (e.g., publication of a GRI sustainability report, disclosure of methods for evaluating and mitigating climate risks in project assessment, disclosure of lending procedures in respect of climate change risk, etc.). MÉDAC filed 154 proposals (21.5% of all proposals it submitted) on these issues, while other social shareholders activists submitted 205.

The last category relates to such various issues as close operations in OECD-designated tax havens, increased dividends for longer-term shareholders, and the simplification of financial information. MÉDAC submitted 58 proposals (8.1% of all proposals it submitted) in this category, in comparison with other social shareholders activists who submitted 52. Overall, in the 18 years covered by the observations available in the Shareholder Association for Research & Education (Share.ca) database, the issues raised by the other shareholder activists are very similar to those defended by MÉDAC.

Table 1: Number of proposals submitted by year group and issue

| | 00-02 | 03-05 | 06-08 | 09-11 | 12-14 | 15-17 | Total | % of total proposals |
|-------------------------------------|---------------|-----------------|-----------------|-----------------|----------------|----------------|-----------------|----------------------|
| Governance | | | | | | | | |
| Gender diversity | | 0(4) | 19(1) | 22(1) | 9(1) | 7(7) | 57(14) | 7.9(2.0) |
| Board independence | | 10(10) | 0(8) | 10(3) | 12(4) | 9(1) | 41(26) | 5.7(3.7) |
| Directors' profile | 4(4) | 10(0) | 0(11) | 11(6) | 0(3) | 7(1) | 32(25) | 4.5(3.5) |
| Nomination & vote | | 0(22) | 0(13) | 8(0) | 14(1) | 1(0) | 23(36) | 3.2(5.1) |
| Auditor | 9(1) | 7(8) | | | 4(1) | 0(2) | 22(10) | 3.1(1.4) |
| Ethic committee | | 5(0) | 0(1) | | 6(0) | 7(0) | 18(1) | 2.5(0.1) |
| Duality | 2(0) | 0(7) | | | 3(2) | | 5(9) | 0.7(1.3) |
| Other | 0(5) | 10(0) | 0(1) | 3(1) | 2(5) | 4(4) | 19(16) | 2.6(2.3) |
| Sub-total | 15(10) | 42(51) | 19(35) | 54(11) | 50(17) | 37(13) | 217(137) | 30.3(19.3) |
| Compensation | | | | | | | | |
| Performance-based | 9(0) | 10(29) | 16(20) | 0(8) | 19(7) | 0(1) | 54(65) | 7.5(9.1) |
| Approval | | 0(2) | 19(7) | 13(26) | 17(14) | 7(4) | 56(53) | 7.8(7.5) |
| Limit | | 0(8) | 0(4) | 10(1) | 5(3) | 1(0) | 16(16) | 2.2(2.3) |
| Stock options | 0(5) | 4(6) | 11(0) | | 8(0) | 14(2) | 37(13) | 5.2(1.8) |
| Golden parachutes | | 0(5) | 0(5) | | | | 0(10) | 0.0(1.4) |
| Other | | 6(0) | | 2(0) | 2(7) | 5(5) | 13(14) | 1.8(2.0) |
| Sub-total | 9(5) | 20(50) | 46(36) | 23(37) | 51(31) | 27(12) | 176(171) | 24.5(24.1) |
| Shareholder rights | | | | | | | | |
| Voting rights | 7(0) | 9(4) | 22(9) | 0(1) | 0(1) | | 38(15) | 5.3(2.1) |
| Communication | 8(0) | 0(5) | 0(1) | 0(3) | 2(0) | | 10(9) | 1.4(1.3) |
| Relative to general meetings | 0(11) | 5(5) | 0(9) | 0(1) | 4(1) | 0(2) | 9(29) | 1.3(4.1) |
| Approval (mergers, other) | 7(0) | | | | 0(1) | 0(5) | 7(6) | 1.0(0.8) |
| Sub-total | 22(11) | 14(14) | 22(19) | 0(5) | 6(3) | 0(7) | 64(59) | 8.9(8.3) |
| CSR | | | | | | | | |
| Employee rights | 0(4) | 0(3) | 11(1) | 0(2) | 7(0) | 4(5) | 22(15) | 3.1(2.1) |
| Human rights | | | 0(3) | 0(1) | 0(2) | 0(8) | 0(14) | 0.0(2.0) |
| Customers/Clients (code of conduct) | | 0(6) | 0(2) | | | 9(1) | 9(9) | 1.3(1.3) |
| Communities | | 0(1) | 0(8) | 0(1) | 5(2) | 8(1) | 13(13) | 1.8(1.8) |
| Environment | | 0(1) | 0(6) | 0(7) | 0(1) | 1(7) | 1(22) | 0.1(3.1) |
| Other (major projects, PPP) | | 0(1) | 0(7) | 0(4) | 3(1) | 0(1) | 3(14) | 0.4(2.0) |
| Sub-total | 0(4) | 0(12) | 11(27) | 0(15) | 15(6) | 22(23) | 48(87) | 6.7(12.2) |
| Disclosure | | | | | | | | |
| Compensation | 7(0) | 18(8) | 10(10) | 31(1) | 3(13) | 6(3) | 75(35) | 10.5(4.9) |
| Governance | 8(7) | 10(18) | 8(3) | | 1(0) | 12(1) | 39(29) | 5.4(4.1) |
| CSR | 0(1) | 0(31) | 0(47) | 0(21) | 0(13) | 0(3) | 0(116) | 0.0(16.3) |
| Other | | 0(1) | 16(2) | 0(5) | 20(8) | 4(9) | 40(25) | 5.6(3.5) |
| Sub-total | 15(8) | 28(58) | 34(62) | 31(27) | 24(34) | 22(16) | 154(205) | 21.5(28.8) |
| Other | | | | | | | | |
| Tax havens | 6(0) | 0(7) | 0(6) | 0(8) | | 6(0) | 12(21) | 1.7(3.0) |
| Dividends | | | 11(0) | 0(2) | 2(0) | | 13(2) | 1.8(0.3) |
| Fin. info. & cert. | | 4(1) | 8(0) | | | 8(0) | 20(1) | 2.8(0.1) |
| Other | 0(11) | 0(8) | 6(1) | 6(2) | 1(5) | 0(1) | 13(28) | 1.8(3.9) |
| Sub-total | 6(11) | 4(16) | 25(7) | 6(12) | 3(5) | 14(1) | 58(52) | 8.1(7.3) |
| Total | 67(49) | 108(201) | 157(186) | 114(107) | 149(96) | 122(72) | 717(711) | 100(100) |

The number in parentheses represents the proposals filed by activists other than MÉDAC.

As Table 2 shows, after MÉDAC, institutional investors are the most active type of filer, with 25.2% of the proposals submitted, followed by individual activists, with 21.6%.

Table 2: Number of proposals according to type of activist and issue

| | Institutional Investors | Individual | Churches | Unions | MÉDAC | Other | Total |
|--------------------|-------------------------|------------|-----------|-----------|------------|-----------|--------------|
| Governance | 46 | 85 | 0 | 3 | 217 | 3 | 354 |
| Compensation | 102 | 65 | 0 | 4 | 176 | 0 | 347 |
| Shareholder rights | 17 | 38 | 0 | 4 | 64 | 0 | 123 |
| CSR | 48 | 29 | 5 | 1 | 48 | 4 | 135 |
| Disclosure | 134 | 52 | 6 | 0 | 154 | 13 | 359 |
| Other | 13 | 39 | 0 | 0 | 58 | 0 | 110 |
| Total | 360 | 308 | 11 | 12 | 717 | 20 | 1 428 |
| | 25.2% | 21.6% | 0.8% | 0.8% | 50.2% | 1.4% | 100% |

Table 3 presents the number of proposals submitted by industry and activist type, showing that 922 proposals were submitted to firms in Canada's financial sector. Of these, MÉDAC filed 550, a figure that can be explained by the association's origins and its founders' areas of interest. The other firms MÉDAC targeted are generally large Canadian corporations. MÉDAC's representative explained that its strategy of targeting large, highly visible corporations in the business community is intended to have a snowball effect. In other words, if these corporations agree to the demands set out in the draft resolution, they could later serve as examples for other firms, encouraging them to change as well. Over the years, MÉDAC has invested the required amount in the portfolios of firms to which it has year after year submitted various proposals designed to change these firms' behaviour and, through imitation, that of other firms seeking to gain legitimacy. This strategy is based on the premise that organisations imitate those peer organisations that seem to be more successful and legitimate (Larrinaga-Gonzalez, 2007; Tolbert and Zucker, 1983).

This ideology underlies what DiMaggio and Powell (1991) consider to be pressures exerted by cognitive structures and constitute the source of organisational imitation (DiMaggio and Powell, 1983). These cognitive structures form the cultural support for the legitimacy of a firm's practices.

Table 3: Number of proposals by industry and activist type

| | TOTAL | MÉDAC | % | OTHER | % |
|---|--------------|--------------|----------------|--------------|----------------|
| Energy and Materials | 119 | 2 | 0.28% | 117 | 16.46% |
| Industrials | 113 | 42 | 5.86% | 71 | 9.99% |
| Consumer Staples | 78 | 37 | 5.16% | 41 | 5.77% |
| Communication Services | 153 | 67 | 9.34% | 86 | 12.10% |
| Financial | 922 | 550 | 76.71% | 372 | 52.32% |
| Consumer Discretionary & Information Technology | 43 | 19 | 2.65% | 24 | 3.38% |
| Total | 1,428 | 717 | 100.00% | 711 | 100.00% |

Table 4 shows that the percentage of shareholder votes supporting the proposals submitted is relatively low overall. Three hundred and fifteen proposals were approved by less than 5% of shareholders, while 221 were supported by shareholder approval of between 15% and 5%. In all, an average of 9.76% of the votes were in favour of MÉDAC's proposals. This figure is lower than for all other types of filers apart from individual activists. As could be expected, individual investors appear to be the most successful, with an average of 30.39% favourable votes recorded. It is worth noting that institutional investors withdrew 201 of a total 360 proposals, in contrast to MÉDAC, which withdrew 89 of a total 717. The proposals withdrawn are usually negotiated before the annual general meeting. When these negotiations lead to a conclusion the filer considers satisfactory, the resolution is withdrawn, which means that it will not be voted on at the annual general meeting. During our interviews with MÉDAC representatives, we learned that the organisation's strategy has changed over time and that its proposals are more and more frequently negotiated prior to the annual general meeting. A significant event in terms of legitimacy occurred at the annual general meeting of the National

Bank of Canada on April 23, 2021. At this meeting, a shareholder questioned the board of directors about the merits of allowing time for MÉDAC's representatives to present proposals. CEO Louis Vachon replied that the National Bank of Canada had a long tradition of discussion and dialogue with MÉDAC representatives and, given the importance of the many points raised and the legitimacy of the proposals from the perspective of MÉDAC and civil society, the board was of the opinion that agreeing to grant time to MÉDAC representatives to present their proposals at the annual general meeting is a reasonable compromise.

Table 4: Voting results by activist type

| | Institutional Investors | People | Churches | Unions | MÉDAC | Other | Total |
|---------------|-------------------------|------------|-----------|-----------|------------|-----------|--------------|
| < 5% | 16 | 157 | 2 | 2 | 315 | 4 | 496 |
| 5 – 15% | 52 | 74 | 2 | 1 | 221 | 3 | 353 |
| 15 – 25% | 17 | 10 | 0 | 1 | 44 | 0 | 72 |
| 25 – 35% | 20 | 6 | 2 | 1 | 12 | 0 | 41 |
| 35 – 50% | 19 | 9 | 2 | 1 | 12 | 2 | 45 |
| 50 – 75% | 9 | 3 | 0 | 0 | 10 | 0 | 22 |
| 75% and more | 19 | 1 | 0 | 0 | 14 | 0 | 34 |
| Withdrawn | 201 | 48 | 3 | 4 | 89 | 11 | 356 |
| Omitted | 7 | 0 | 0 | 2 | 0 | 0 | 9 |
| Total | 360 | 308 | 11 | 12 | 717 | 20 | 1 428 |
| Average votes | 30.39% | 7.85% | 19.27% | 16.39% | 9.76% | 12.63% | |

5.2 Active participation in public consultations on draft regulations, class actions and lobbying

MÉDAC also uses regulative structures to change corporate behaviour. It has participated in a number of public consultations on draft resolutions held by the Canadian Securities Administrators and other regulatory bodies. It has also participated in consultations on regulations respecting the protection of consumers of financial products and services. In addition, it has drafted a number of briefs (17 are available on its website) in response to these public consultations or to present arguments supporting the causes it champions to the appropriate authorities. Class action suits

are another key component of MÉDAC's strategies to defend individual shareholders. Since 1995, MÉDAC has launched three class action suits defending shareholders' interests against the actions of large Canadian corporations. These suits, which were directed against Nortel³, Cinar⁴ and Manuvie⁵, claimed that these firms' lack of transparency had led to losses for shareholders. MÉDAC won the three cases. MÉDAC also lobbies government bodies on occasion. The causes it has defended to date deal with banking practices and compliance with provincial consumer protection legislation and information disclosures on tax havens. These different strategies are intended to influence the regulatory structures determining legitimate corporate actions and always target issues that fall within MÉDAC's mission.

5.3 Education and Information tools

Other strategies that MÉDAC deploys to attempt to change corporate behaviours are linked to normative structures (Scott, 1995). In fact, one cause that MÉDAC has championed is the education of individual investors. It has organised a number of educational activities on topics such as the operation of financial markets, investment funds, equity investments, information sources for investors, and the assessment of corporate financial performance and governance practices. MÉDAC's website shares

³ MÉDAC launched a class action suit against Nortel for which Justice Michèle Monast approved the settlement in January 2007. Nortel was accused of having falsified its financial results for 2003 in order to drive up its share price (<https://www.recourscollectif.info/en/cases/nortel/>).

⁴ MÉDAC launched a class action suit against Cinar in 2000. MÉDAC claimed that Cinar had "failed to divulge that it had not complied with all the formalities giving it the legitimate rights to certain fiscal advantages which it had already benefited from in the past. Moreover, Cinar invested, without the consent of its board of directors, amounts totalling \$122,000,000 US. These omissions misled the private investor and Cinar's shareholders as to the real value of the company and affected the trading of its shares". (<https://www.recourscollectif.info/en/cases/cinar/>). Justice John H. Gomery approved the settlement of this suit in November 2002

⁵ MÉDAC launched a collective action suit in 2011 against Manulife, which was accused of having falsely represented the adequacy of risk management practices and failing to disclose the extent of the firm's exposure to stock market and interest rate risks. This suit was settled by the Ontario Superior Court and the Quebec Superior Court in 2017.

various links to Canadian Securities Administrators publications that provide investors with information on different aspects of investment. MÉDAC is also very active in the communication of information. It publishes a weekly digital newsletter that features news items in the investment world. Its site also includes a number of continually updated articles and press releases. These strategies aim to educate and inform the four categories of MÉDAC's adherents and nonadherents. As DiMaggio and Powell (1983) suggest, these strategies (e.g. formal education and professional networks) contribute to legitimating good corporate behaviour by promoting societal value and norms among organisations.

As Figure 1 shows, MÉDAC affirms its own legitimacy through its action strategies focused on the legitimacy of the firms it targets, not only among its adherents and nonadherents, but also among its constituents and potential beneficiaries (members). It is this legitimacy that provides the opportunities to mobilise the resources needed for MÉDAC to continue its operations and ensure its survival. When legitimacy is added to the resource-based theory, it then takes the form of a loop that contributes to an understanding of how MÉDAC ensures its long-term survival.

6. DISCUSSION AND CONCLUSION

All in all, MÉDAC employs a number of strategies that can be drawn from the neoinstitutional theory to influence not only corporate behaviour, but also the legislative context of many issues and societal values and norms. The draft resolutions submitted to annual general meetings often precede a change in practice, as was the case with those respecting the adoption of Say on Pay (Serret et al., 2016), the separation of powers between the board Chair and the Chief Executive Officer (CEO), the publication of audit fees, and increased female representation

on boards. Many firms have implemented the changes demanded. As well, the legislative framework has tightened up in some cases. Furthermore, the three collective action suits that were settled in MÉDAC's favour set a precedent for greater corporate transparency. MÉDAC is also very active on the information front, fuelling discussion by adopting positions backed by solid arguments and communicating information on the issues being defended. It thus contributes to the societal transformation of the values and norms surrounding corporate behaviour. MÉDAC's operation and the success of its strategies coincide on several points with the resource mobilisation theory (McCarthy and Zald, 1977). The organisation has only one full-time employee. Like all the volunteers involved in the association, who are often retired or well-known personalities in the political and business realm, this employee is highly committed to the causes the association defends. MÉDAC is an example of an NGO that chooses strategies based on legitimacy considerations in order to produce optimal results (Zchout and Tal, 2017). Our observations thus add the element of legitimacy to the resource mobilisation theory, showing that it is the perceived legitimacy of MÉDAC's actions that enables the organisation to mobilise resources.

This study has some limitations, one of which is the fact that MÉDAC operates within the Canadian legislative and cultural context. In addition, some data, including the number of proposals (from MÉDAC and other types of investors) have over time been collected from the site of the Shareholder Association for Research & Education. The number of proposals analysed therefore depends on the Association's ensuring its site remains up to date.

Our study raises several possible avenues for future research. It could be interesting, for example, to provide a picture of the activist strategies of other NGOs that are working to create societal movements to counter the rampant development of

financial neoliberalism. Organisations like Greenpeace, the World Wildlife Fund (WWF) and Amnesty International are just some examples. Few researchers appear to be interested in these types of strategies. Could the neoinstitutional theory help explain them? Are other types of institutionalisation mechanisms being used? How do the administrators of this type of organisation develop their action strategies? Do they always have the legitimacy of the target publics in mind when developing these strategies? This research would make it possible to document the success factors of social shareholder activities that often have different goals in relation to the firms targeted (Albouy and Schatt, 2009; Girard and Gates, 2014; Sikavica, Perrault, Rehbein, 2020).

RÉFÉRENCES

- Ahn, A.M. and Wiersema, M.F. (2021). Activism hedge funds: beware the new titans, *Academy of Management Perspectives*, 35(1), 96-122.
- Albouy, M. (2020). L'impact de l'activisme actionnarial sur la performance des entreprises, *Revue Banque*, 845, 63-67.
- Albouy, M., Decante, C., Mauro, A. and Studer, P. (2017). L'impact des actionnaires activistes sur les performances à court, moyen et long terme des entreprises européennes, *Finance Contrôle Stratégie*, 20(1), 1-26.
- Albouy, M., Schatt, A. (2009). Activisme et Proxy Fight, *Revue française de gestion*, 8-9(198-199), 297-315.
- Bebchuk, L., Brav, A. and Jiang, W. (2015). The long-term effects of the hedge fund activism, *Columbia Law Review*, 115(5), 1085-1154.
- Berle, A., and Means, G. (1932). *The Modern Corporation and Private Property*, Commerce Clearing House, New York.
- Bessière, V., Kaestner, M. and Lafont, A.-L. (2011). Hedge fund activism: insights from French clinical study, *Applied Financial Economics*, 21, 1225-1234.
- Bouaziz, S.S., Ben Amar Fakhfakh, I. and Jarboui, A. (2020). Shareholder activism, earnings management and market performance consequences: French case, *International Journal of Law and Management*, 62(5), 395-415.

- Charléty, P. (2018). L'activisme actionnarial dans l'assemblée générale : quels bénéfices pour les actionnaires et les entreprises?, *Revue d'économie financière*, 2(130), 195-221.
- Cr te, R. (1998). L'affaire Michaud : la voix d'un "simple actionnaire". *Les Cahiers de droit*, Faculté de droit de l'Université Laval.
- Deegan, C. (2007). "Organizational legitimacy as a motive for sustainability reporting", in J. Unerman, J. Bebbington, and B. O'Dwyer (Eds.), *Sustainability Accounting and Accountability*, Routledge Abingdon, UK, 362 pages.
- Denes, M.R., Karpoff, J.M. and McWilliams, V.B. (2017). Thirty years of shareholder activism: a survey of empirical research, *Journal of Corporate Finance*, 44, 405-424.
- DiMaggio, P. J., and Powell, W. W. (1983). The iron cage revisited: Institutional isomorphism and collective rationality in organizational fields, *American Sociological Review*, 48, 147-60. Reprinted in *Advances in Strategic Management*, 17, 143-166.
- Dowling, J., and Pfeffer, J. (1975). Organisational legitimacy: social values and organisational behavior, *Pacific Sociological Review*, 18(1), 122-136.
- Girard, C. and Gates, S. (2014). Global Drivers of Local Resistance to French Shareholder activism, *Journal of Applied Corporate Finance*, 26(1), 94-100.
- Girard, C. and Gates, S. (2020). Institutional contradictions of the French state as shareholder, *Corporate governance*, 20(3), 545-558.
- Goranova, M., and Ryan, L. V. (2014). Shareholder activism: A multidisciplinary review, *Journal of Management*, 40(5), 1230-1268.
- Guay, T., Doh, J. P., and Sinclair, G. (2004). Non-governmental Organizations, Shareholder Activism, and Socially Responsible Investments: Ethical, Strategic, and Governance Implications, *Journal of Business Ethics*, 52(1), 125-139.
- Gueguen, S. and Melka, L. (2021). *Les fonds activists*, Collection Finance, Dunod, Malakoff, France.
- Larrinaga-Gonzalez, C. (2007). "Sustainability reporting Insights from neoinstitutional theory", in J. Unerman, J. Bebbington, and B. O'Dwyer (Eds.), *Sustainability Accounting and Accountability*, Routledge Abingdon, UK, 362 pages.
- Lukka, K., and Modell, S. (2017). "Interpretative research in accounting", *The Routledge companion to qualitative accounting*

- research methods, Hoque, Z., Parker, L.D., Haynes, K., Routledge, Abingdon and New York, 541 pages.
- Martin, G. (2015). *Understanding social movements*, Routledge, Abingdon, UK, 306 pages.
- McCarthy, J. D., and Zald, M. N. (1977). Resource mobilization and social movements: a partial theory, *American Journal of Sociology*, 82(6), 1212-1241.
- O'Donovan, G. (2002). Environmental disclosures in the annual report: Extending the applicability and predictive power of the legitimacy theory, *Accounting, Auditing and Accountability Journal*, 15(3), 344-371.
- Palley, T. I. (2013). "Financialization: What it is and why it matters", in T. I. Palley (Ed.), *Financialization* (pp. 17-40). Palgrave Macmillan, London.
- Proffitt, W. T., and Spicer, A. S. (2006). Shaping the Shareholder Activism Agenda: Institutional Investors and Global Issues, *Strategic Organization*, 4(2), 165-190.
- Scott, W. R. (1995). *Institutions and organizations*, Beverly Hills, CA: Sage.
- Scott, W.R. and O'Brien, P.C. (2020). *Financial Accounting Theory*, Eight Edition, Pearson Canada Inc, North York, Ontario, Canada.
- Serret, V., Berthelot, S., and Coulmont, M. (2016). Les facteurs déterminants de la mise en place du Say on Pay au Canada, *Finance Contrôle Stratégie*, 19(2), 1-27.
- Sikavica, K., Perrault, E. and Rehbein, K. (2020). Who do they think they are? Identity as an antecedent of social activism by institutional shareholders, *Business & Society*, 59(6), 1228-1268.
- Sjostrom, E. (2008). Shareholder Activism for Corporate Social Responsibility: What Do We Know?, *Sustainable Development*, 16, 141-154.
- Zchout, S. L., and Tal, A. (2017). Conflict Versus Consensus Strategic Orientations Among Environmental NGOs: An Empirical Evaluation, *Voluntas*, 28, 1110-1134.
- Zogning, F. (2017). Comparing financial systems around the world: capital markets, legal systems, and governance regimes, *Economics, 'amagement, and Financial Markets*, 12(4), 43-58.

ANALYSE DE L'ÉVENTUELLE EXPRESSION DIFFÉRENCIÉE DE L'ACTIVISME INSTITUTIONNEL ANGLO-SAXON SUR LES MARCHÉS FRANÇAIS : LES CAS DES GROUPES ACCOR ET LAGARDÈRE

Alain Finet,

Service Management Financier et Dynamiques Territoriales
Université de Mons, Belgique
Email : Alain.FINET@umons.ac.be

Kevin Kristoforidis

Service Management Financier et Dynamiques Territoriales
Université de Mons, Belgique
Email : Kevin.KRISTOFORIDIS@umons.ac.be

RÉSUMÉ :

La lecture de la géographie actionnariale d'une entreprise permet d'appréhender les contours stratégiques de celle-ci. Si les structures de capital ont longtemps été cadenassées dans un souci de préservation nationale de la propriété des entreprises, la liberté de mouvements des capitaux a sensiblement modifié certains paradigmes. En considérant le marché français, nous faisons le constat d'une présence de plus en plus importante d'investisseurs institutionnels. Peu familières à ce nouveau type d'acteurs actionnariaux, certaines entreprises françaises vont être soumises à de l'activisme institutionnel en vue de revoir,

premièrement, leur gouvernance et, deuxièmement, la définition de leurs périmètres stratégiques. Les investisseurs institutionnels ont eu tendance à se positionner au sein de structures de propriété perméables au sein desquelles le voisinage actionnarial leur était acquis mais ont également, plus récemment, pris position au sein d'entreprises présentant des contours familiaux. En considérant deux entreprises françaises – les groupes ACCOR et Lagardère - caractérisées par des structures de propriété différentes (l'une ouverte et l'autre apparemment cadenassée) ainsi que deux investisseurs institutionnels anglo-saxons présents dans le capital de ces entreprises, nous faisons le constat d'une uniformité dans l'activisme institutionnel.

Considering the company's shareholder reality makes understand certain strategic frontiers. If the capital structures have long been locked out for the sake of national preservation of property, the free movement of capital has significantly changed some financial paradigms. By considering the French market and the changes in its general capitalist orientations, we note the interference of institutional investors. Unfamiliar with this new type of shareholders, some French companies have been subject to institutional activism in order to review, first, their governance and, second, the definition of their strategic perimeters. While institutional investors have tended to position themselves within permeable property structures in which the shareholder neighborhood was acquired, they also take a position within companies with family contours. By considering two French companies – ACCOR and Lagardere - characterized by different ownership structures (an open one and the another one apparently locked) and two institutional investors, we observe a uniformity of institutional interventionism and activism.

1. INTRODUCTION – MOTIVATIONS DE LA RECHERCHE

Les investisseurs institutionnels constituent une donnée capitalistique dans les structures de propriété des entreprises. Il n'en demeure pas moins une difficulté de mesurer leur influence sur les styles de gestion et de gouvernance des entreprises. Ainsi, l'activisme dépendrait de la nature de l'investisseur et de la manière avec laquelle il se positionne : les fonds mutuels et les fonds de pension auraient pour volonté d'agir sur les structures de gouvernance et de responsabiliser les équipes dirigeantes (Goranova, Ryan, 2014) tandis que les hedge funds (recourant à l'usage de produits dérivés) seraient susceptibles d'être plus activistes (Ben Arfa et Labaronne, 2016).

Alors que les marchés français ont longtemps été peu perméables à ce type d'actionnariat, les investisseurs institutionnels ont eu tendance – principalement à partir des années 2000 - à se positionner de manière importante dans le capital des entreprises françaises. Cet état de fait s'explique par un dénoyautage des structures de propriété de l'économie réelle et par une poussée vers un processus de mondialisation financière. Alors que la place boursière parisienne possédait une connaissance relativement précise des routines de fonctionnement des investisseurs nationaux (du fait d'une imbrication forte dans des réseaux noués de longue date), ce n'était pas nécessairement le cas pour des investisseurs institutionnels étrangers dont l'intrusion était parfois considérée avec beaucoup de méfiance par les acteurs locaux (entretien avec D. Lebègue, 2015). Les investisseurs institutionnels étrangers (notamment anglo-saxons) se sont donc positionnés dans des univers capitalistiques peu connus. Dans certains cas, leurs niveaux de participations ont légitimé un accès direct à la gouvernance de l'entreprise afin de susciter des mesures de révision des périmètres stratégiques de l'entreprise.

L'objectif de cette recherche est d'essayer d'approcher des éventuels comportements différenciés de la part des investisseurs institutionnels selon le niveau d'accessibilité du capital de l'entreprise. En effet, nous pourrions postuler une orchestration différenciée de l'activisme selon la propension des autres actionnaires en présence à coller aux attentes des investisseurs institutionnels (capital éclaté sans contre-pouvoir capitalistique) versus le cas d'entreprises à capital cadencé par des actionnaires attachés à la continuité de l'orientation stratégique retenue (par exemple, les entreprises familiales). La réalité des faits semble démontrer, à tout le moins au départ des cas analysés (les groupes ACCOR et Lagardère), une certaine homogénéité des comportements institutionnels adoptés. Les résultats auxquels nous parvenons démontrent que c'est plus la capacité de coalition des investisseurs institutionnels que la manière avec laquelle est originellement composé le capital qui permettrait d'approcher l'expression de l'activisme.

2. LES INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS : ÉTAT DE L'ART ET ESSAIS DE CLASSIFICATION

Les investisseurs institutionnels ont largement été étudiés depuis plusieurs décennies, notamment sous l'angle de leur influence sur les modalités de gestion des entreprises. Leur force de frappe financière leur octroie un rôle de choix dans le développement des entreprises (Michel A., Oded J., Shakeda I., 2020), mais celle-ci peut, en retour, leur permettre également de briser certains équilibres stratégiques, financiers, voire organisationnels. Si la théorie de l'agence – et les conflits engendrés par des fonctions d'utilité différentes caractérisant l'agent et le principal – s'est principalement développée à partir de contextes actionnaires fortement éclatés, elle laisse de côté des structures de propriété à niveaux de concentration plus élevés, avec la question du profil

des investisseurs centraux dans les structures de propriété. La problématique de la géographie du capital deviendrait donc, dans ce schéma, un élément central pour cerner les réels champs d'application de la théorie de l'agence. Selon un schéma très orienté *shareholder value*, les investisseurs institutionnels pourraient constituer une sorte de mécanisme de gouvernance *stricto sensu* permettant de faire coller les choix managériaux aux attentes actionnariales (Chen X., Austin J., 2007). Dans cette logique, on peut penser que les petits porteurs imiteraient le positionnement institutionnel et mandateraient ces investisseurs afin qu'ils se comportent comme des défenseurs ultimes des intérêts actionnariaux (Stepanov S., Suvorov A., 2017).

En fonction de l'importance croissante de l'actionnariat institutionnel et de la nébuleuse d'éléments le caractérisant, la littérature financière s'est emparée de cette problématique.

De nombreuses analyses ont concerné des exercices de classification des investisseurs institutionnels en prenant appui sur des variables à destination discriminante. La catégorisation des investisseurs institutionnels s'est largement établie sur la base temporelle de leurs placements (par exemple, Gharbi H. et Sahut J., 2010), avec une importante segmentation entre les investisseurs institutionnels de court terme, d'une part et les investisseurs institutionnels de long terme, d'autre part. Dans le premier cas, les investisseurs présenteraient des niveaux élevés de diversification en prenant des participations peu élevées – et donc relativement liquides – au sein d'un nombre élevé d'entreprises tandis que, dans le second cas, il s'agirait de prendre des participations importantes – peu liquides – dans un nombre limité d'entreprises. Dans cette dernière configuration, il y aurait donc une corrélation très forte entre le dégagement de valeur des entreprises contrôlées et celui des investisseurs. En fonction de ces différents éléments, les investisseurs institutionnels de long terme seraient beaucoup plus pro-actifs et pressants que ceux de court terme qui préféreraient se retirer du capital plutôt que d'essayer de peser

sur les choix stratégiques de l'entreprise. Dans notre esprit, cette catégorisation souffre de deux limites principales. Premièrement, elle laisse de côté des possibilités de sortie des investisseurs – même si colorés de long terme - lorsque toute la rente boursière recherchée a été extraite. La qualification des investisseurs institutionnels tournerait dès lors plutôt autour du débat des mesures utilisées pour parvenir à accroître la valeur de l'entreprise qu'autour de la question du temps de détention. Deuxièmement, elle ne prend pas en considération les dynamiques actionnariales au sein des structures de propriété et l'évolution concomitante des rapports de force : des investisseurs institutionnels de court terme pourraient accroître leurs degrés de participation et adopter une posture assimilable à celle des institutionnels de long terme (voir Kim W., Kim W., Kwon K., 2009). Dans le déroulé de l'article, nous privilégierons cette manière de procéder à celle basée sur l'horizon temporel de placement.

Un autre effort de classification a également porté sur l'analyse des contours des investisseurs institutionnels, sur base de leur origine géographique (Cao L., Du Y., Hansen O., 2017, Han L., Zheng Q., Yin L., 2015). Certaines études (Aabo T., Lee S., Pantzalis C., Park J. (2020)) démontrent que les institutionnels locaux seraient moins victimes de phénomènes d'asymétrie informationnelle que des investisseurs plus éloignés pour lesquels les problèmes d'agence seraient plus prégnants (Boubaker S., Derouichi I., Lasfer M., 2015), ce qui pourrait expliquer des actions de concert avec des institutionnels nationaux.

3. L'ACTIVISME DES INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS

La capacité des investisseurs institutionnels à faire évoluer les modèles entrepreneuriaux et financiers a largement été documentée et concerne une pluralité d'aspects : l'innovation (Brav A., Wei J., Song M., Xuan T., 2018), l'éventuelle inscription

dans une logique de responsabilité sociétale (Glossner S., 2019), la faculté à orienter la politique de versements de dividendes (Ngo A., Duong H., Nguyen T., Nguyen L., 2020), la capacité à influencer sur le style de gouvernance de l'entreprise (Yeh C., 2018, Ho J., Huang C., Karuna C., 2019) ainsi que la possibilité à impulser une nouvelle dynamique stratégique (Brooks C., Chen Z., Zeng Y., 2018, Palard J., 2011, Gueguen S., Melka L., 2021).

L'orchestration de l'activisme aura, tout d'abord, pour finalité de se positionner dans des lieux de gouvernance qui permettent aux investisseurs institutionnels de susciter des modifications de l'entreprise. Comme envisagé par Gueguen S. et Melka L. (2021), dans un premier temps, des espaces informels de parole peuvent faciliter les échanges pour obtenir l'adhésion des dirigeants aux prétentions institutionnelles (l'open activism également décrit par Aiken A. et Lee C., 2020). Dans un deuxième temps, en cas d'échec de ces négociations, des campagnes activistes peuvent être conduites et l'influence des investisseurs institutionnels sera d'autant plus marquée qu'elle s'exercera dans des espaces formels de gouvernance où ils vont essayer de rallier les autres actionnaires.

Dans cette ordre d'idée et dans la mesure où l'investisseur institutionnel côtoie d'autres actionnaires dans la structure de propriété, se pose la question des facultés de coalisation. Sur les capacités de coalisation des institutionnels (Rossi F., Barth J., Cebula R., 2018) et des investisseurs en général (Basu N., Paeglis I., Toffanin M., 2017), la littérature est encore balbutiante. Certains auteurs insistent sur leur importance pour appréhender l'évolution des configurations entrepreneuriales (Korpela V., Lombardi M., Vartiainen H., 2020) ainsi que le rôle central joué par le premier actionnaire dans la compréhension des processus de prises de décisions (Sacristan M., Cabeza L., Gomez S., 2015), en ce compris leur capacité à se coaliser avec les autres actionnaires (Leech D., Manjon M., 2003). En tout état de cause, le focus sur les éventuels

exercices de coalisation déplacerait les problèmes d'agence d'une vision principal/agent vers une vision principal/principal (Sutton C., Veliyath R., Pieper T., Hair J., Caylor M., 2018).

Nous pensons que les structures de propriété doivent être abordées comme des lieux spécifiques au sein desquels des actionnaires peuvent soit se coaliser, soit se confronter. En prenant appui sur le profil et les attentes des investisseurs institutionnels, ceux-ci auraient théoriquement tendance à essayer de se positionner au sein de contextes actionnariaux qui leur seraient acquis (des structures de propriété fortement éclatées, une présence historiquement ancrée d'autres investisseurs institutionnels...). Dans cette optique, certaines études ont démontré que le contexte familial engendrait des questions d'agence très spécifiques qui pourraient tempérer les volontés d'intrusion dans le capital (Wu Z., Chua J., Chrisman J., 2007). En tout état de cause, il semblerait que des contours familiaux ne favoriseraient pas la présence d'investisseurs institutionnels actifs dans le voisinage de l'actionnaire de référence (Navarro M., Gómez S., García L., 2011).

En fonction de ce relevé de la littérature, la question de recherche que nous nous proposons d'investiguer sera formulée de la manière suivante : l'exercice activiste des investisseurs institutionnels diffère-t-il en fonction du contexte actionnarial ? Pour répondre à cette question, nous considérons deux entreprises françaises – ACCOR et Lagardère – soumises à de l'activisme d'investisseurs anglo-saxons et présentant des contours actionnariaux sensiblement différents. Les prismes d'analyse se feront au travers des aspects stratégiques, actionnariaux, financiers et de gouvernance. Une attention toute particulière sera également adressée à l'éventuelle influence de la sphère politique et/ou de réseaux d'affaires construits en amont. Dans la logique de ce dernier point et afin de comprendre la réalité de ces entreprises,

il nous est paru nécessaire de les positionner dans un contexte général d'évolution du capitalisme français.

4. EVOLUTION DES CONTOURS DU CAPITALISME À LA FRANÇAISE

Le capitalisme à la française a été largement influencé par de grandes orientations politiques. Les différentes phases de nationalisation suivies par celles de reprivatisation dans les années 80 ont largement influé sur les structures de propriété des entreprises. Toutefois, ces différentes mesures visaient à garantir une mainmise nationale sur la propriété industrielle et financière, soit en recourant à une structure faîtière publique (nationalisation), soit par l'intermédiaire de noyaux durs actionnariaux (reprivatisation). Dans ce deuxième système, les structures de propriété des entreprises ont été logées dans un entrelacs de participations croisées, avec comme clés de voûte, trois institutions bancaires et financières : Société Générale, BNP et AXA-UAP. Peu de mouvement était observé entre ces trois zones d'influence, donnant ainsi une vision très sclérosée du capitalisme à la française. L'éclatement des noyaux durs au début des années 2000 a été largement analysé et semble s'expliquer par un désir des acteurs financiers de se concentrer sur leur métier et posséder les moyens financiers pour participer à la consolidation de leur secteur d'origine. Dans cette optique, les différents mouvements sur le capital de Paribas (qui était située dans la sphère de la BNP) initiés au départ par la Société Générale (le 9 février 1999, une offre publique d'échange de la Société générale sur Paribas est officiellement lancée, suivie d'une contre-offre, le 9 mars, de BNP pour la reprise de la Société Générale et de Paribas. La création de BNP Paribas sera entérinée le 23 mai 2000 lors d'une Assemblée Générale mixte, Bonin H., Blancheton B., 2017) ont brisé le statu quo capitalistique entre les

trois zones. S'en sont suivis des retraits massifs des structures de capital d'entreprises non liées au secteur financier. Les espaces capitalistiques engendrés ont été, en partie, comblés par des investisseurs nationaux (principalement des fonds d'investissement, Pommet S., Rainelli M. (2012)) et internationaux. Ces différents mouvements ont conduit à une représentation générale du marché français arc-boutée autour de trois grandes formes de capitalisme (Morin F., Rigamonti E., 2002), avec des niveaux de perméabilité très faibles : un capitalisme de marché financier (avec une forte dispersion du capital), un capitalisme patrimonial traditionnel (caractérisé par un attachement élevé des actionnaires à l'indépendance de l'entreprise, le cas des entreprises familiales, Boubaker S., Labegorre F., 2011) et un capitalisme patrimonial moderniste (avec la présence importante d'investisseurs institutionnels). Dans cette configuration, on retrouverait donc, premièrement, des phénomènes importants d'hybridation, avec la coexistence, sur un même marché, des différentes orientations capitalistiques et, deuxièmement, des structures de propriété peu susceptibles d'évoluer dans le temps. Ces éléments donnent une vision très figée du capitalisme à la française consolidée par un fonctionnement très *gentlemen agreement* entre des personnes qui avaient l'habitude de se côtoyer (Del Vecchio N., 2010) et qui possédaient des profils sociologiquement proches (Comet C., Finez J., 2010).

En tout état de cause, l'analyse du marché français démontre à l'heure actuelle une très grande hétérogénéité des structures de propriété couplée à une complexité endémique de lecture des nœuds de pouvoirs (Ducassy L., Guyot A., 2017). En lien avec les études de cas qui seront évoquées dans la suite de cet article, il convient de préciser que les groupes ACCOR et Lagardère faisaient partie tous les deux de la sphère d'influence de la BNP (à titre illustratif, lors de la privatisation de Matra en 1988, la BNP prend 2% du capital). De plus, la famille Lagardère a joué un rôle

très important dans certains mouvements capitalistiques durant les années 80 (par exemple, le rachat de Hachette par Matra et Havas en 1981, Nouzille V., Schwrtzbrod A., 1998).

La réalité des faits démontre des degrés de porosité plus importants entre les différentes sphères présentées ci-dessus. Si le positionnement des investisseurs institutionnels réputés comme actifs s'est opéré naturellement dans des structures de propriété ouvertes, celui-ci a eu tendance à également concerner des structures peu réceptives à leur arrivée. Les réticences des actionnaires historiques s'appuient sur une volonté documentée de ces investisseurs à mettre à mal le construit stratégique et la gouvernance des entreprises. Pourrait dès lors s'opérer une remise en question d'un business model construit et développé de longue date par des personnes issues d'un même sérail.

5. MÉTHODOLOGIE RETENUE

Le fil conducteur méthodologique que nous avons mobilisé est basé sur la compilation d'un large faisceau d'informations publiquement disponibles reliées aux deux cas pratiques retenus qui ont pour finalité de répondre à la question de recherche initialement posée. L'approche que nous utilisons est essentiellement descriptive et a pour vocation de décrire un phénomène dans des contextes bien définis. La recherche conduite se positionne sur le volet instrumental de la typologie de Stake R. (1995) et contribue à revoir des champs théoriques ancrés de longue date dans la littérature financière. Il ne s'agit donc pas, dans notre optique, de chercher des liens de causes à effets au travers d'outils quantitatifs mais de démontrer, au départ d'une collection d'éléments probants et convergents, la nécessité de reconsidérer certains paradigmes théoriques, singulièrement ceux développés par Morin et Rigamonti (2002). L'important

suivi des cas Lagardère et ACCOR par les médias a facilité l'accès aux données. Les différentes sources d'informations retenues ont été les suivantes : Les Echos, Le Figaro, Le Parisien, Le Monde, Le Point, La Tribune, Reuters, Capital, BFMTV ainsi que des communiqués de l'Association de Défense des Actionnaires Minoritaires (ADAM). En corollaire, nous avons pris en considération tous les points de vue énoncés au départ des différents sites Internet des parties prenantes. Les informations ainsi recueillies ont permis, dans certains cas, d'obtenir des données très objectivables (par exemple l'évolution des niveaux de détention de capital) et, dans d'autres cas, de collecter le ressenti de parties prenantes centrales.

6. ANALYSE DE L'IMPULSION INSTITUTIONNELLE AU SEIN DES GROUPES ACCOR ET LAGARDÈRE

6.1 Préliminaires

Les deux entreprises françaises considérées présentent des profils sectoriels différents et des perspectives de développement très éloignées. Dans les deux cas, une image forte induite par les fondateurs les a gravées dans le marbre de la réussite entrepreneuriale française. La restructuration du groupe ACCOR sous impulsion institutionnelle s'est achevée en 2010 alors que l'activisme au sein du groupe Lagardère en vue de l'éventuel démembrement du groupe est toujours en cours. Les deux entreprises possédaient au moment de l'évolution de leur structure de propriété un portefeuille d'activités peu reliées rendant potentiellement aisés les exercices de restructuration. Au niveau de la composition du capital et des nœuds de pouvoir, alors que le groupe ACCOR était caractérisé par un actionnariat fortement éclaté, la formule sociétale retenue par le groupe Lagardère (une Société Commandite par Actions - SCA) avait pour vocation

de verrouiller le capital et ne permettait pas à l'investisseur institutionnel d'augmenter son pouvoir en utilisant l'unique levier de l'accroissement du capital détenu. Dans les deux cas de figure, nous prenons en considération les différents événements consécutifs aux prises de participations des institutionnels.

6.2 Le cas du groupe ACCOR et l'orchestration de l'activisme institutionnel

En 2004, le groupe ACCOR comprenait deux grands pôles d'activités peu reliées : son activité hôtelière historique (développée au travers d'opérations de croissance interne et externe) ainsi qu'une activité en lien avec l'émission de tickets restaurants (provenant du rachat de Jacques Borel International en 1982). Les données de performance du groupe démontrent que l'activité hôtelière était constituée d'un portefeuille de produits à niveaux de rentabilité inégale tandis que l'activité service était très rentable avec, au final, une forte internalisation de mouvements financiers de l'activité service vers l'hôtellerie. L'attrait des investisseurs institutionnels s'est porté sur les potentialités de scission du groupe en deux parties autonomes, permettant à celles-ci de développer des orientations stratégiques propres et débouchant sur une valorisation spécifique. On peut penser que, dans l'esprit des institutionnels, la formule unifiée complexifiait les essais de prises de contrôle de l'une ou l'autre branche de l'entreprise.

Au moment de son entrée dans la structure de propriété du groupe ACCOR, Colony Capital est alors peu connu dans l'écosystème financier français (le rachat de Buffalo Grill à Amber Capital n'est intervenu qu'en 2005 et la prise de contrôle du PSG en 2008). D'origine américaine et lui-même coté en Bourse, cet investisseur était alors principalement actif dans le domaine de l'immobilier et positionné sur le marché américain.

En 2004, Colony Capital devint le premier actionnaire de l'entreprise, avec peu de contre-pouvoir pour mettre à mal d'éventuelles manœuvres activistes, si ce n'est celui de la Caisse des Dépôts et des Consignations. En fonction de la forte dispersion des droits de propriété d'ACCOR, Colony Capital s'est positionné au sein d'une structure relativement perméable à de l'activisme.

Les premiers discours de Colony Capital se veulent rassurants et l'idée serait de laisser une latitude managériale élevée à l'équipe dirigeante ; l'investisseur demanda cependant une représentation au sein des organes de gouvernance. ACCOR assujettit cette présence à un accord de stabilité dans la durée afin de garantir que ce renforcement au capital ne s'accompagne pas d'une prise de contrôle de la société et souhaite également que Colony Capital confirme son soutien à la stratégie du groupe reposant sur deux métiers : l'hôtellerie et les services.

Les niveaux de participations sont demeurés relativement stables jusqu'en 2006 ; en revanche, ils se sont accrus de manière sensible à partir de 2007. Le poids de Colony Capital est d'autant plus marqué qu'à partir de 2009, Eurazeo (qui a pris plus de 10% du capital en 2007) et Colony Capital ont pris la décision d'une action concertée. Les niveaux de participations des deux investisseurs doivent donc être appréhendés de manière agglomérée. L'approche de Colony Capital était relativement rassurante quant au maintien d'une structure unifiée pour le groupe mais les paradigmes vont se modifier lors de l'immixtion d'Eurazeo dans la structure de propriété. Dans cette optique, le discours de Patrick Sayer¹ - président d'Eurazeo mais pas encore intégré dans le Conseil d'Administration du groupe - relatif au positionnement de l'activité services du groupe est symptomatique d'une volonté

¹ Représentant d'Eurazeo au sein du Conseil d'Administration d'Accor à partir d'août 2008

d'évolution des périmètres stratégiques («*La valeur du pôle services n'est pas reflétée dans le cours de Bourse. Mais c'est à la société de passer en revue les différents moyens d'y remédier*, Les Echos, 5 mai 2008»). L'arrivée d'Eurazeo pourrait être comprise comme une manœuvre de Colony Capital pour obtenir un allié de circonstances national afin de peser au sein d'un écosystème capitalistique qu'il connaît mal. Une autre voie d'explication serait qu'Eurazeo, concurrent d'ACCOR du fait de sa participation dans Bed&Breakfast aurait voulu activement participer au mouvement de démembrement de l'entreprise.

Tableau 1 : Evolution de la structure de propriété du groupe ACCOR (% de capital détenu)

| Actionnaires | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 |
|---------------------------------|-------|-------|-------|-------|--------|------|--------|-------|-------|
| Colony Capital | | 0,087 | 0,087 | 0,088 | 0,1066 | 0,12 | | | |
| Eurazeo | | | | | 0,104 | 0,1 | | | |
| Colony Capital + Eurazeo | | | | | | | 0,292 | 0,273 | 0,277 |
| CDC | 0,045 | 0,076 | 0,086 | 0,076 | 0,0813 | 0,08 | 0,0128 | | |
| Société Générale | 0,021 | 0,017 | 0,016 | 0,017 | 0,0147 | 0,01 | | | |
| BNP Paribas | 0,006 | 0,006 | 0,006 | 0,006 | 0,0053 | 0,01 | | | |
| Auto-contrôle | | 0,007 | 0,007 | 0,007 | 0,0365 | 0,04 | | | |
| Fondateurs | 0,037 | 0,035 | 0,033 | 0,035 | 0,0264 | 0,03 | 0,027 | 0,02 | 0,027 |
| Flottant | 0,891 | 0,772 | 0,765 | 0,771 | 0,6252 | 0,61 | 0,6682 | 0,707 | 0,696 |

En ce qui concerne la gouvernance et la direction du groupe, Colony Capital était représenté au Conseil d'Administration (16 membres) par Sébastien Bazin et Thomas Barrack, respectivement Directeur Général (responsable de la zone Europe) et Président Directeur Général (fondateur) du fonds. En août 2008, à la suite de la montée d'Eurazeo dans le capital, Patrick Sayer (alors Président du Directoire d'Eurazeo) a également intégré le Conseil d'Administration. Ses propos relatifs au manque de synergies entre les hôtels et les services lors de son intronisation peuvent être

considérés comme l'élément discursif déclencheur de la scission du groupe. La présence de Franck Riboud dans le Conseil, alors qu'il présidait Danone – partiellement détenu par Eurazeo à cette époque-là – jette également le trouble sur la réelle indépendance de la gouvernance.

Dès son arrivée, en 2006, Gilles Pélisson a abandonné la formule de gouvernance Directoire et Conseil de Surveillance pour revenir à la solution du Conseil d'Administration (qui avait été utilisée jusqu'en 1997), cette dernière étant plus familière aux investisseurs anglo-saxons (voir Bourjade S., Germain L., Lyon-Caen C., 2016). Au niveau de la direction, alors que la nomination de Gilles Pélisson en 2006 (neveu du fondateur) pouvait être assimilée à un essai de perpétuation du business model du groupe et de ses valeurs historiques («*ACCOR doit marcher sur ses deux jambes*», Gilles Pélisson, 2006), les décisions prises par la nouvelle direction ont eu pour finalité principale de se dégager, tout d'abord, de prises de participations non directement liées (revente en juin 2006 de la participation détenue dans Club Méditerranée). Ensuite, le groupe a également revendu Go Voyages et Red Roof Inns. Enfin, l'amplification de la politique d'externalisation et la cession des actifs immobiliers étaient censées consolider le recentrage sur les deux métiers de l'entreprise.

Après un rebond boursier observé entre le début 2006 et mi-2007 (caractérisé par un accroissement de 68% de la valorisation boursière), les performances du groupe se sont fortement dégradées en 2009 (une perte de 150 millions d'euros au premier semestre 2009 et une division par deux de la valorisation boursière du groupe en 2008) et la valeur du portefeuille financier des investisseurs institutionnels en a été forcément affectée. Pour rappel, Eurazeo est entré dans le capital en 2007 - juste avant la crise des subprimes - et donc un momentum peu judicieux pourrait expliquer l'accroissement de la pression institutionnelle.

Dans cette optique, en 2009, différentes modifications se sont opérées.

Premièrement, au niveau de la gouvernance : en février 2009, les administrateurs opposés à la scission, Baudouin Prot, représentant de BNP Paribas, et Augustin de Romanet, de la Caisse des Dépôts et trois administrateurs indépendants (Isabelle Bouillot, Aldo Cardoso et Sir Roderic Lyne) ont quitté le Conseil, suivis de Serge Weinberg, qui en avait la présidence. Ce dernier départ a alors engendré le cumul des fonctions PDG/PCA pour Gilles Pélisson.

Deuxièmement, à partir de 2009, la CDC, actionnaire de référence qui aurait pu contester les velléités institutionnelles de restructuration de l'entreprise, sort de manière partielle de la structure de propriété de l'entreprise.

Troisièmement, en 2009 et en 2010, les messages de la direction sont devenus peu équivoques : « *On est assez convaincus qu'on peut avoir deux sociétés cotées. On a des études à faire sur la pertinence de la séparation* », Gilles Pélisson, AFP, 27 août 2009. En novembre 2009, le Conseil indiquait «*revoir les analyses de pertinence de la séparation des deux métiers du groupe...Les premiers éléments de faisabilité juridique, sociale et économique de la scission ont également été présentés*» (Les Echos, 16 novembre 2009). En novembre 2010, Gilles Pélisson avançait que « *Les deux activités sont mûres pour voler de leurs propres ailes. Les services ont atteint la taille critique et l'hôtellerie a moins besoin de cash. De plus, les deux entités, séparées, devraient être mieux valorisées en Bourse*», (Capital, 3 novembre 2010).

Le 15 décembre 2009, le Conseil d'Administration se prononçait en faveur du projet de scission des activités d'hôtellerie et de services du groupe, qui devait être présenté aux actionnaires à la mi-2010.

En juin 2010, les actionnaires d'ACCOR ont approuvé à 88,49% la scission du groupe en deux entités cotées : d'un côté l'hôtellerie (ACCORHOTELS) et de l'autre les services prépayés (EDENRED), Gilles Pélisson présidant la première et Jacques Stern la seconde. Au niveau de ACCORHOTELS, Gilles Pélisson sera remplacé par Denis Hennequin en décembre 2010 et Sébastien Bazin en prendra les commandes en avril 2013. À noter que les deux investisseurs ont complètement soldé leurs participations dans EDENRED et que seul Colony Capital demeure encore dans la structure de propriété d'ACCORHOTEL.

Au niveau de l'influence de l'environnement politique, l'omniprésence de Sébastien Bazin dans l'opération – tout d'abord comme représentant des intérêts de Colony Capital et ensuite comme dirigeant de la branche hôtelière – est interpellante et pose la question de ses relais dans la sphère politique française (après la scission du groupe, Nicolas Sarkozy devint administrateur de la partie hôtellerie en 2017, proximité de Nicolas Sarkozy avec les fonds qataris lors de la revente du PSG par Colony Capital...). Même si l'influence de ces liens ne peut être clairement démontrée, la passivité de la Caisse des Dépôts et des Consignations laisse toutefois penser que l'Élysée a adopté une posture de laisser-faire, contrairement à celles retenues pour défendre Danone contre les prétendues velléités de reprise par Pepsi quelques années auparavant (conduisant à un remaniement de la loi française sur les OPA en 2006) et pour contrer le rachat de Carrefour par Couche-Tard en 2021. Ainsi, même si la CDC est présente dans la structure du groupe ACCOR et semblait être en mesure – du fait de ses niveaux de détention (8% en 2008) – de remettre en cause les positions du couple institutionnel, elle a commencé dès 2009 à se retirer du capital, laissant ainsi toute liberté à Colony Capital et Eurazeo pour orchestrer la scission de l'entreprise.

En fonction des éléments récoltés, nous pouvons avancer que l'activisme de Colony Capital et d'Eurazeo a été grandement facilité par l'indifférence de la sphère politique. S'il est bien évidemment dangereux d'avancer que l'inertie politique a pu être à l'origine du positionnement de Colony Capital au sein du groupe ACCOR, il n'en demeure pas moins que, par son manque d'action (alors que la Caisse des Dépôts et des Consignations pouvait constituer un levier pour contrer les deux fonds), le pouvoir politique aurait ainsi donné, aux deux investisseurs institutionnels, une sorte de blanc-seing à la restructuration du groupe.

6.3. Le cas du groupe Lagardère et l'orchestration de l'activisme institutionnel

Même si le développement du groupe s'est opéré au départ du secteur aéronautique (MATRA et EADS), de l'audiovisuel (TF1) et de la vision du père d'Arnaud Lagardère, les nombreuses restructurations de l'entreprise ont conduit à partir de 2013 à l'adoption d'une architecture stratégique construite autour de l'édition (Lagardère Publishing) et le commerce de détail de voyage (tout en conservant le contrôle de Paris Match, du JDD ainsi que celui de plusieurs salles de spectacles de renom). Tout comme le groupe ACCOR, le business model de Lagardère était architecturé autour de pôles d'activités peu reliés.

Tout d'abord, contrairement au cas du groupe ACCOR, les mouvements sur le capital de Lagardère et les manœuvres activistes vont s'opérer sur un intervalle de temps beaucoup plus court. Ensuite, dans le cas de Lagardère, des forces capitalistiques vont apparemment essayer de contrer les velléités activistes des institutionnels. Enfin, l'investisseur institutionnel a pénétré un univers capitalistique peu réceptif à une remise en cause de ces routines stratégiques. A ce niveau, plusieurs précisions doivent être effectuées :

- Le groupe possède la forme juridique de Société de Commandite par Actions. Le statut de Commandite par Actions permet à un des actionnaires, appelé “commandité”, de contrôler le groupe quel que soit le nombre d’actions détenues (Arnaud Lagardère ne contrôle que 7,26% du capital), en contrepartie d’une responsabilité sur ses biens propres. La commandite permet de dissocier la propriété du capital et la détention du pouvoir via l’existence de deux types d’actionnaires : les associés-commandités (qui sont responsables de la gestion de l’entreprise et qui sont également responsables indéfiniment et solidairement sur leurs biens personnels des dettes de la SCA envers les tiers). et les actionnaires-commanditaires (responsables dans la limite de leurs apports). En synthèse (Charlier P., 2014), dans la SCA, les pouvoirs sont répartis entre les commandités (via la gérance) et les commanditaires (via le Conseil de Surveillance²). Dans les statuts de Lagardère, il est prévu que l’élection du gérant est soumise à l’accord du Conseil de Surveillance et de l’Assemblée Générale. Au sein de Lagardère, les commandités sont Arnaud Lagardère et une holding qu’il détient, Lagardère Capital & Management (LCM) ;
- Dans cette optique, la question pour l’exercice de l’activisme concerne plus la modification de la forme sociétale du groupe que le « simple » contrôle du capital. En filigrane de l’activisme, il s’agirait de déloger Arnaud Lagardère, gardien de la formule juridique du groupe ;
- En référence au relevé des différentes définitions de l’entreprise familiale (Allouche J., Amann B.,2000 ; Schier G., 2014), nous assimilons le groupe Lagardère à une entreprise aux contours familiaux car détenue et dirigée par un membre d’une famille ;
- Le groupe avait déjà été soumis en 2010 à de l’activisme institutionnel par Guy Wyser-Pratte qui avait qualifié de médiévale la formule de la Commandite par Actions. Les propositions

¹ Pour une comparaison entre le Conseil d’Administration et le Conseil de Surveillance sur le marché français, voir l’étude de Godard L. (1998)

d'évolution de la gouvernance de l'entreprise avaient été rejetées par les actionnaires en avril 2010.

Le fonds activiste britannique Amber Capital s'est positionné une première fois dans la structure de propriété de Lagardère en 2011 et en est sorti en 2013 (au moment de la revente du solde des participations dans EADS). L'institutionnel se repositionna une seconde fois en 2016, en prenant 4% du capital.

Amber est un acteur capitalistique bien connu sur la place boursière parisienne : il détient des participations dans Solocal, Nexans, Total, Suez, Engie et Lagardère. Amber possède également un historique activiste relativement étoffé et démontré : la modification de l'équipe dirigeante de Nexans en 2014, la démission du directeur général de Solocal dans le sillage des discussions menées avec les créanciers en août 2020 ainsi que l'implication dans la revente de Gameloft à Vivendi et celle de Saft à Total Energies en 2016.

Tableau 2 : Principaux mouvements récents dans la structure de propriété du groupe Lagardère (octobre 2020)

| Amber | | Vivendi | | | Arnault |
|------------|------------------------------------|------------|-----------------------------------|------------|----------------------------------|
| Date | % capital | Date | % capital | Date | % capital |
| 18-12-2018 | 0,05 | | | | |
| 31-12-2018 | 0,053 | | | | |
| 04-12-2019 | 0,067 | | | | |
| 12-02-2020 | 0,1032 | | | | |
| 28-02-2020 | 0,1398 | 22-04-2020 | 0,106 | | |
| 02-03-2020 | 0,1527 | 08-07-2020 | 0,15 | 19.08.2020 | 27% de LCM |
| 26-03-2020 | 0,1642 | 09-07-2020 | 0,2 | 24.09.2020 | 0,05 |
| 27-04-2020 | 0,18 | 14-07-2020 | 0,2119 | 05.10.2020 | 0,0669 |
| 15-07-2020 | 0,1993 (0,1539 des droits de vote) | 01-10-2020 | 0,267 (0,2262 des droits de vote) | 13.10.2020 | 0,0775 (0,06 des droits de vote) |

Avant d'aborder les raisons de ces évolutions dans le capital du groupe, il convient de préciser que, dans le voisinage de ces trois actionnaires, on retrouve également Qatar Investment Authority, détenteur de 13,03% du capital et de 20,19% de droits de vote

(historiquement présent dans la structure de propriété depuis 2011), Fimalac, avec 3% du capital (participation acquise en avril 2020), Arnaud Lagardère, avec 7,26% du capital (11,25% de droits de vote) ainsi que la Caisse des Dépôts et des Consignations (3,86% du capital et 5,38% des droits de vote) et des investisseurs institutionnels peu actifs.

L'augmentation la plus sensible des positions d'Amber au sein du capital de Lagardère s'est opérée entre mi-février et fin avril 2020, avec des achats lors de séances très déprimées (par exemple, le 28 février et le 2 mars).

À la suite de ce positionnement, Vivendi a également pris des participations importantes dans l'entreprise entre avril et octobre 2020. En parallèle, Marc Ladreit de Lacharrière (groupe Fimalac) a emboîté le pas à Vivendi (3% du capital en avril 2020). Les premiers placements effectués par Vivendi sont présentés par Vincent Bolloré comme des investissements à long terme dans une perspective amicale (*«Nos deux familles se soutiennent mutuellement depuis au moins trois décennies, cela se poursuit et il n'y a aucune raison que cela s'arrête»*, Arnaud Lagardère, BFMTV, 13 mai 2020). Vincent Bolloré est apparemment entré dans le capital du groupe afin de consolider la position d'Arnaud Lagardère, même si les opérations d'acquisitions sont symptomatiques de l'historique de Vivendi. Les performances dégradées du groupe Lagardère au premier semestre 2020 ainsi que le positionnement de Bernard Arnault à partir de mai 2020 ont modifié les rapports entre Amber Capital et Vivendi : ceux-ci ont signé un pacte d'actionnaires le 11 août 2020.

Dès lors, la position d'Arnaud Lagardère semble de plus en plus menacée, et ce d'autant plus que Vivendi fait état de sa capacité financière à racheter la participation détenue par Amber. Les prises de positions de Bernard Arnault constitueraient dans cette

optique une autre solution pour asseoir le pouvoir d'Arnaud Lagardère.

Pour ce qui est des participations prises par Bernard Arnault, elles vont s'opérer à deux endroits : 27 % de la holding familiale en août 2020 et des investissements directement dans le capital en septembre et octobre 2020 (180 millions d'euros au total). En fonction de la forme juridique de l'entreprise, la présence de Bernard Arnault dans la holding familiale pourrait être considérée comme un partage de pouvoir avec Arnaud Lagardère.

Les liens historiques entre les deux groupes sont nombreux : le PDG de LVMH a été administrateur du Conseil de Surveillance de Lagardère entre 2004 et 2012, tandis qu'Arnaud Lagardère a siégé au Conseil d'Administration de LVMH entre 2003 et 2009.

Au niveau de la gouvernance, la composition du Conseil de Surveillance se présentait de la manière suivante en octobre 2020 :

Tableau 3 : Composition du Conseil de Surveillance du groupe Lagardère

| Personnes | Date de nomination | Appartenance et profil |
|------------------|--------------------|--------------------------------|
| Patrick Valroff | 12.2019 | Crédit Agricole |
| Jamal Benomar | 09.2018 | Coloré Fonds qatari |
| Soumia Malinbaum | 2013 | Indépendante-Keyrus |
| Guillaume Pepy | 02.2020 | SNCF |
| Gilles Petit | 05.2019 | Carrefour, Maison du Monde |
| Nicolas Sarkozy | 02.2020 | Ex. Président de la République |
| Valérie Bernis | 08.2020 | Colorée Suez, Engie |
| Susan Tolson | 2015 | The Capital Group Companies |

Entre 2016 et 2019, l'activisme issu du seul Amber Capital était plutôt de nature rampante, même si le fonds n'a jamais caché sa volonté de faire évoluer le modèle juridique de l'entreprise. Il est devenu beaucoup plus pressant à la suite des pertes encourues pour les placements réalisés à partir de mi-mars 2020. Dans cette optique, on peut penser que l'accroissement de la pression exercée sur Arnaud Lagardère s'expliquerait par un market timing peu judicieux.

Les modifications opérées au sein du Conseil ont pour objectif de rencontrer soit la vision pro-Lagardère, soit la vision d'une remise en question de la position d'Arnaud Lagardère (et le maintien de la forme juridique). Les évolutions entre février et mai 2020 dans le Conseil de Surveillance vont toutes dans le sens d'une consolidation de la coloration pro-Largardère : ainsi, Yves Guillemot (fondateur de Gameloft) a démissionné en août 2018. On peut penser que l'implication de Amber dans la reprise de Gameloft par Vivendi en 2016 ne lui permettait d'exercer un regard impartial sur les mouvements opérés sur le capital de Lagardère. Valérie Bernis, proche de Bernard Arnault (par l'intermédiaire de LVMH) a remplacé Aline Sylla, proche du groupe Kering. Valérie Bernis a dû également être en contact avec la représentation d'Amber Capital au sein de Suez et d'Engie. Les arrivées de Nicolas Sarkozy et Guillaume Pepy ont manifestement pour objectif de raffermir la position d'Arnaud Lagardère au sein du groupe. Des relations personnelles et privilégiées entre les familles Lagardère, Arnault et Sarkozy ont été nouées de longue date. Comme dans le cas du groupe ACCOR, l'idée n'est pas d'avancer que Nicolas Sarkozy constituerait la clé de voûte d'un système facilitant ou inhibant l'activisme en fonction du profil des investisseurs en présence mais simplement de préciser qu'il fait partie intégrante du jeu d'acteurs capitalistiques avec des liens tissés de longue date : par exemple, son séjour, en 2007, sur La Paloma, un yacht de luxe, propriété de Vincent Bolloré (Capital, 8 mai 2007), son rôle dans le dénouement de la succession complexe à la suite du décès de Jean-Luc Lagardère en 2004 (Le Nouvel Observateur, 23 février 2020), Bernard Arnault fut le témoin du Nicolas Sarkozy lors de son mariage avec Cécilia en 1996 (L'Express, 10 septembre 2012).

Guillaume Pepy a été nommé à la direction de la SNCF en 2008 par Nicolas Sarkozy. Son rôle serait d'orienter la stratégie du pôle travel retail du groupe et la gestion des boutiques implantées dans des lieux de transport. Pour ce qui est de Patrick Valroff

(directeur des services financiers spécialisés du Crédit Agricole), les liens financiers avec le Crédit Agricole interpellent la solidité de la holding personnelle d'Arnaud Lagardère puisque celui-ci supportait une dette de 215 millions d'euros fin 2019 dont l'essentiel était constitué d'un prêt du Crédit Agricole de 164 millions d'euros. Jamal Benomar est généralement labellisé comme représentant des intérêts qataris dans le groupe Lagardère ; Susan Tolson représente The Capital Group Companies (considéré comme un investisseur institutionnel de court terme) et aguerrie aux opérations de mouvements de capital en fonction de sa position au sein de Worldline.

Les mouvements opérés au sein du Conseil ont collé au calendrier des premières prises de participations par Vivendi. En effet, celles-ci auraient été effectuées dans le but de contrer la demande d'Amber de modifier le Conseil de Surveillance. Cette proposition fut finalement rejetée lors de l'Assemblée Générale le 5 mai 2020 du fait du blocage exercé par Vivendi et le fonds qatari.

Au fur et à mesure du temps, les positions apparemment tranchées vont sensiblement évoluer et cette évolution met de plus en plus à mal la position d'Arnaud Lagardère.

Ainsi, alors que Vivendi soutenait initialement ces différentes modifications (validées en AG en mai 2020), les différents changements ont été, par la suite, critiqués par tant Amber Capital que Vivendi : le 21 août 2020, à la suite d'un pacte d'actionnaires ratifié quelques jours auparavant, ceux-ci demandent la démission de Patrick Valroff, de Guillaume Pepy et de Gilles Petit et l'organisation d'une nouvelle Assemblée Générale (déboutée par le Tribunal de Commerce de Paris, le 14 octobre 2020). L'idée aurait été de les remplacer par trois personnes directement issues du sérail d'Amber : J. Oughourlian (fondateur du fonds), O. Fortesa (gérant de portefeuilles du fonds), V. Ohannessian. Cette proposition a également été soutenue par le fonds qatari,

ce qui témoigne d'une probable déliquescence de la confiance que le fonds accordait à la gérance du groupe. C'est d'autant plus inquiétant pour Arnaud Lagardère qu'en termes de droits de vote en AG, le fonds était, à ce moment-là, le deuxième actionnaire le plus important dans la structure de propriété.

Dans la même optique, si l'intervention de Bernard Arnault avait pour objectif la protection d'Arnault Lagardère à la suite du revirement de Vivendi, en septembre 2020, des sources concordantes³ ont avancé que le pacte d'actionnaires conclu était conditionné à l'abandon du statut de Commandite par Actions.

Au-delà des différentes opérations sur le capital de Lagardère, se pose la question de la consolidation en amont du caractère familial de la structure capitalistique du groupe. En effet, Arnaud Lagardère – via sa holding LCM – ne possédait qu'un peu plus de 7% du capital de l'entreprise, ce qui serait interpellant dans le cas d'une S.A.. Jusqu'à l'arrivée du fonds qatari et d'Amber, on ne retrouvait qu'une collection de petits actionnaires pas nécessairement attachés au maintien du style de gestion de l'entreprise mais peu influents. La formule de Commandite par Actions constituait dans l'esprit d'Arnault Lagardère un garde-fou contre les velléités de remise en question de son style de gestion.

Au-delà des raisons qui ont conduit à ces mouvements sur le capital de Lagardère, il est intéressant de constater que chacun des nouveaux actionnaires de l'entreprise (Arnault, Vivendi et Fimalac) pourrait être très intéressé par des morceaux bien spécifiques des activités de l'entreprise. Dans cette optique, la question porterait plus sur les aménagements contractuels proposés à Arnaud Lagardère pour sortir du processus décisionnel de l'entreprise

³ <https://www.capital.fr/entreprises-marches/cette-petite-bombe-cachee-dans-le-pacte-entre-bernard-arnault-et-arnaud-lagardere-1381542>

que sur le démantèlement de l'entreprise qui semble inéluctable. Cette solution pourrait rencontrer les attentes des différents actionnaires : celles de Vivendi en prenant le contrôle de tout ou partie du pôle Lagardère Publishing (même si démenties le lendemain, le 4 novembre 2020 sont annoncées des négociations pour une cession partielle, par Lagardère, d'Hachette à Vivendi), celles de Fimalac pour les spectacles du vivant, celles d'Arnault pour le retail services et celles d'Amber et du fonds qatari profitant des dégagements de valeur engendrés par une revente par morceaux.

7. HOMOGENÉITÉ VERSUS DIFFÉRENCIATION DE L'OPÉRATIONNALISATION DE L'ACTIVISME INSTITUTIONNEL ?

Alors que les formes capitalistiques de deux entreprises étudiées n'ont que peu d'éléments en commun, l'activisme opéré par les différents institutionnels démontre toutefois un nombre élevé de similitudes. La tableau 4 ci-dessous permet de réaliser la synthèse des points de convergence et des différences dans l'orchestration de l'activisme au sein de ces deux entreprises. À cette fin, sa construction s'est basée, comme précisé lors de la définition de la question de recherche, sur des variables actionnariales, de gouvernance, stratégiques, financières et politiques.

Au niveau actionnarial, les niveaux de prises de participations sont très élevés et, dans les deux cas de figure, l'investisseur institutionnel anglo-saxon agit de concert ou en partenariat avec un investisseur français. Ainsi, l'actionnaire institutionnel étranger (Amber et Colony Capital) a pris appui sur un institutionnel national (respectivement Vivendi et Eurazeo), et ce afin de profiter d'avantages informationnels (Aabo T., Lee S., Pantzalis C., Park J. (2020)). Dans les deux cas de figure, les institutionnels anglo-saxons ont, dans un premier temps, pris des niveaux de participations relativement faibles qui ne leur permettaient de

peser sur les orientations retenues. Dans un deuxième temps, ils ont sensiblement accru leurs niveaux de détention et un investisseur national les a très rapidement suivis, alors qu'il était initialement absent de la structure de propriété.

Au niveau de la gouvernance, les deux entreprises ont subi des modifications importantes. Pour ACCOR, les investisseurs institutionnels se sont fait représenter au sein du Conseil d'Administration et ont provoqué la modification de la direction de l'entreprise ; pour Lagardère, la gouvernance a également été modifiée mais, cette fois, dans le but d'éviter le positionnement des institutionnels.

Pour les variables stratégiques, dans les deux cas de figure, la volonté des investisseurs institutionnels est de parvenir à une révision du business model des entreprises soit par une scission (ACCOR), soit par un démantèlement (Lagardère), avec la réalisation d'éventuelles plus-values financières. Ce constat est d'autant plus prégnant que les deux entreprises possèdent des portefeuilles d'activités peu reliées entre elles. Dans les deux cas de figure, l'accroissement de l'activisme semble avoir aussi été induit par des chutes relativement importantes de la valorisation boursière des deux groupes, même si celles-ci s'expliquent par des éléments exogènes à la gestion des entreprises (crise des subprimes pour ACCOR et crise sanitaire pour Lagardère).

Enfin, au niveau des relais politiques et des réseaux d'affaires, dans le cas du groupe ACCOR, la Caisse des Dépôts et des Consignations n'est pas intervenue pour contrer l'action de Colony Capital et Eurazeo. Même si les activités de l'entreprise ne sont pas considérées comme stratégiques pour le pays, ses interventions dans le cas de Danone et plus récemment dans celui de Carrefour posent la question de ce qui est réellement stratégique pour la France. Dans le cas de Lagardère, elle semble également demeurer en retrait. Dans les deux cas étudiés, Nicolas Sarkozy a pénétré les organes de gouvernance des entreprises,

soit après la scission (ACCOR), soit durant l'exercice activiste (Lagardère). Dans ce dernier cas, les liens de l'ancien Président de la République avec les différents protagonistes nationaux (Bernard Arnault, Vincent Bolloré et la famille Lagardère) semblent nombreux et noués de longue date.

Tableau 4 : Synthèse de l'exercice activiste au sein des deux entreprises

| | Accor | Lagardère |
|--|--|--|
| Type de capitalisme | Patrimonial moderniste | Patrimonial traditionnel |
| Type de capital | Ouvert | Fermé |
| Forme juridique | SA | SCA |
| Cotation en Bourse – indice de référence | Oui – CAC 40 | Oui – SBF 120 |
| Variables stratégiques | Multi-métiers | Multi-métiers |
| Variables actionnariales | Multidimensionnelles | Multidimensionnelles |
| Approche discursive initiale | Rassurante | Peu rassurante |
| Nationalité de l'investisseur | Anglo-saxonne | Anglo-saxonne |
| Historique activiste en France | Non | Oui |
| Objectif de l'activisme | Scission de l'entreprise | Démantèlement de l'entreprise |
| Etat de l'activisme | Achévé | En cours |
| Temps de présence dans le capital | 5 ans | 4 ans (en cours) |
| Durée de l'activisme | 3 ans | 12 mois (en cours) |
| Coalitions actionnariales | Oui (Eurazeo), action de concert | Oui (Vivendi), pacte d'actionnaires |
| Montée dans le capital | Progressive pour Colony Capital, subite pour Eurazeo | Progressive pour Amber, subite pour Vivendi |
| Nationalité du partenaire | Française | Française |
| Niveau des participations (coalition) | Élevé (29 %) | Élevé (46 %) |
| Présence d'un chevalier blanc | Non, peu de résistance actionnariale | Oui, résistance actionnariale |
| Variables financières | Pertes sur les placements initiaux (plus importantes pour Eurazeo que pour Colony Capital) | Pertes sur les placements initiaux (Amber) |
| Proportionnalité de la pression institutionnelle | Fonction de la chute de la performance réelle et boursière | Fonction de la chute de la performance réelle et boursière |
| Gouvernance | Modifiée et acquise | Modifiée mais non acquise |
| Modification dans les équipes dirigeantes | Oui | Non |
| Influence politique et des réseaux d'affaires | Larvée – laisser faire | Omniprésente mais évolutive |

8. CONCLUSIONS

À la question de recherche initialement posée et relative à une éventuelle différenciation de l'exercice activiste des investisseurs institutionnels en fonction du contexte actionnarial, nous répondons par la négative. En effet, en prenant en considération deux entreprises françaises aux contours capitalistiques différents

et deux institutionnels distincts – une structure de propriété ouverte soumise à l’activisme de Colony Capital (ACCOR) et une structure de propriété fermée soumise à l’activisme d’Amber (Lagardère) - , nous démontrons que l’exercice activiste des institutionnels présente des niveaux élevés de similitude : une action conduite en partenariat avec d’autres actionnaires, une focalisation sur des modifications de la gouvernance, des objectifs de démantèlement de l’entreprise ainsi que des horizons temporels relativement courts pour l’opérationnalisation de leur activisme. Ces conclusions posent également la question du renouvellement des trois formes de capitalisme développées par Morin et Rigamonti dans les années 2000.

Ce résultat nous permet d’avancer que la pression institutionnelle a suivi une procédure relativement indifférente aux contextes actionnariaux. Il est bien évident que les résistances sont plus nombreuses dans des environnements fermés et, dans cette logique, nous démontrons que la capacité à faire évoluer les périmètres stratégiques dépend fortement de la possibilité qu’a l’investisseur institutionnel de se coaliser avec d’autres actionnaires. Les relais dans des réseaux politiques et économiques acquis constitueraient également un point d’appui central pour l’exercice activiste.

Au niveau des limites, cette étude ne porte que sur deux entreprises soumises à de l’activisme institutionnel sur un marché bien déterminé et donc un processus de généralisation s’avérerait délicat. Afin de consolider nos résultats, il serait pertinent de répliquer l’analyse en recourant à un échantillon d’entreprises soumises à de l’activisme pour, en fin de compte, déboucher sur une classification de celui-ci en fonction de différents paramètres caractérisant tant les entreprises contrôlées que les investisseurs institutionnels.

RÉFÉRENCES

- Aabo T., Lee S., Pantzalis C., Park J. (2020), « Know thy neighbor: Political uncertainty and the informational advantage of local institutional investors », *Journal of Banking & Finance*, Vol.113
- Aiken A., Lee C. (2020), « Let's talk sooner rather than later: The strategic communication decisions of activist blockholders », *Journal of Corporate Finance*, Vol.62
- Allouche J., Amann B. (2000), « L'entreprise familiale : un état de l'art », *Finance Contrôle Stratégie*, Vol.3, n°1, pp.33-79
- Basu N., Paeglis I., Toffanin M. (2017), « Reading between the blocks », *Journal of Corporate Finance*, Vol.45, pp.294-317
- Ben Arfa, N., Labaronne, D. (2016), Activisme actionnarial des Hedge Funds : une étude exploratoire au sein des entreprises françaises. *Revue Française de Gestion*, 1 (254), 17-36.
- Bonin H., Blancheton B., (2017), « Crises et batailles boursières en France aux XXe et XXIe siècles », Librairie Droz, 488 pages
- Boubaker S., Derouichi I., Lasfer M. (2015), « Geographic location, excess control rights, and cash holdings », *International Review of Financial Analysis*, Vol.42, pp.24-37
- Boubaker S., Labégorre F. (2011), « La gouvernance des sociétés françaises cotées est-elle toujours familiale ? », *Management & Avenir*, Vol.9, n°49, pp.16-35
- Bourjade S., Germain L., Lyon-Caen C. (2016), « Conseils d'Administration : indépendance, collusion et conflits d'intérêts », *Revue Française d'Economie*, Vol.31, n°2, pp.3-25
- Brav A., Wei J., Song M., Xuan T. (2018), « How does hedge fund activism reshape corporate innovation ? », *Journal of Financial Economics*, Vol.130, n°2, pp.237-264
- Brooks C., Chen Z., Zeng Y. (2018), « Institutional cross-ownership and corporate strategy : The case of mergers and acquisitions », *Journal of Corporate Finance*, Vol.48, pp.187-216
- Charlier P. (2014), « La société en commandite par actions : un outil de transmission pour l'entreprise familiale cotée », *Finance Contrôle Stratégie*, Vol.17, n°3, pp.

- Cao L., Du Y., Hansen O. (2017), « « Foreign institutional investors and dividend policy: Evidence from China », *International Business Review*, Vol.26, n°5, pp.816-827
- Chen X., Austin J. (2007), « Re-measuring agency costs: The effectiveness of blockholders », *The Quarterly Review of Economics and Finance*, Vol.47, n°5, pp.588-601
- Comet C., Finez J. (2010), « Le cœur de l'élite patronale », *Sociologies pratiques*, Vol.2, n°21, pp.49-66
- Del Vecchio N. (2010), « Réseaux de conseils d'administration et adoption de pratiques de gouvernance d'entreprise », *Revue Française de Gestion*, Vol.3, n°202, pp.145-161
- Ducassy L., Guyot A. (2017), « Complex ownership structures, corporate governance and firm performance : The French context », *Research in International Business and Finance*, Vol.39, pp.291-306
- Gharbi H. et Sahut J. (2010), « Activisme des investisseurs institutionnels : cadre général et facteurs d'influence », *La Revue des Sciences de Gestion*, Vol.3-4, n°243-244, pp. 25-33
- Godard L. (1998), « Les déterminants du choix entre un conseil d'administration et un conseil de surveillance », *Finance Contrôle Stratégie*, Vol.1, n°4, pp.39-61
- Glossner S. (2019), « Investor horizons, long-term blockholders, and corporate social responsibility », *Journal of Banking & Finance*, Vol.103, pp.78-97
- Goranova, M., Ryan, L. (2014). Shareholder Activism : A Multidisciplinary Review. *Journal Of Management*, 40 (5), 1230-1268.
- Gueguen S., Melka L. (2021), « Les fonds activiste : modes d'action, stratégies et résultats », Editions Dunod, 208 pages
- Han L., Zheng Q., Yin L. (2015), « Do foreign institutional investors stabilize the capital market ? », *Economics Letters*, Vol.136, pp.73-75
- Ho J., Huang C., Karuna C. (2019), « Large shareholder ownership types and board governance », *Journal of Corporate Finance*, Vol.65
- Kim W., Kim W., Kwon K. (2009), « Value of outside blockholder activism: Evidence from the switchers », *Journal of Corporate Finance*, Vol.15, n°4, pp.505-522
- Korpela V., Lombardi M., Vartiainen H. (2020), « Do coalitions matter in designing institutions ? », *Journal of Economic Theory*, Vol.185

- Leech D., Manjon M. (2003), «Corporate governance and game theoretic analyses of shareholder power: the case of Spain », *Applied Economics*, vol.35, pp.848-858
- Michel A., Oded J., Shakeda I. (2020), « Institutional investors and firm performance : Evidence from IPOs », *The North American Journal of Economics and Finance*, Vol.51
- Morin F., Rigamonti E. (2002), « Évolution et structure de l'actionnariat en France », *Revue Française de Gestion*, Vol.5, n°141, pp.155-181
- Navarro M., Gómez S., García L. (2011), « Large shareholders' combinations in family firms: Prevalence and performance effects », *Journal of Family Business Strategy*, Vol.2, n°2, pp.101-112
- Ngo A., Duong H., Nguyen T., Nguyen L. (2020), « The effects of ownership structure on dividend policy: Evidence from seasoned equity offerings (SEOs) », *Global Finance Journal*, Vol.44
- Nouzille V., Schwrtzbrod A. (1998), « L'acrobate, Jean-Luc Lagardère ou les armes du pouvoir », Editions du Seuil, 345 pages
- Palard J. (2011), « Recentrage, endettement et structure de propriété des firmes cotées en Europe (1988-2007) », *Recherches en Sciences de Gestion*, Vol.4, n°85, pp.19-41
- Pommet S., Rainelli M. (2012), « Capital-investissement et performances des firmes : le cas de la France », *Vie & sciences de l'entreprise*, Vol.1, n°190, pp.30-45
- Rossi F., Barth J., Cebula R. (2018), « Do shareholder coalitions affect agency costs ? Evidence from Italian-listed companies », *Research in International Business and Finance*, Vol.46, pp.181-200
- Sacristan-Navarro M., Cabeza-Garcia L., Gomez-Anson S. (2015), « The CompanyYou Keep:TheEffect of Other Large Shareholders in Family Firms », *Corporate Governance: An International Review*, vol.23, n°3, pp. 216–233
- Schier G. (2014), « Entreprises familiales et innovation », *Gestion 2000*, Vol.31, n°5, pp.123-138
- Stake,R.E., (1995),*The Art of Case Study Research*.London: Sage Publications.
- Stepanov S., Suvorov A. (2017), « Agency problem and ownership structure : Outside blockholder as a signal », *Journal of Economic Behavior & Organization*, Vol.133, pp.87-107

Sutton C., Veliyath R., Pieper T., Joseph F.HairJr J., Caylor M. (2018), « Secondary agency conflicts: A synthesis and proposed measurement model », *Long Range Planning*, Vol.51, n°5, pp.720-735

Wu Z., Chua J., Chrisman J. (2007), « Effects of family ownership and management on small business equity financing », *Journal of Business Venturing*, Vol.22, n°6, pp.875-895

Yeh C. (2018), « Does board governance matter for foreign institutional investors to invest in listed tourism firms ? », *Tourism Management*, Vol.68, pp.66-78

Liens internet

<https://www.capital.fr/economie-politique/c-est-sur-le-yacht-de-vincent-bollore-que-se-repose-nicolas-sarkozy-190426>

<https://www.nouvelobs.com/politique/20200223.OBS25187/lagardere-sarkozy-nous-nous-sommes-tant-aides.html>

https://lexpansion.lexpress.fr/actualite-economique/bernard-arnault-et-nicolas-sarkozy-proches-depuis-longtemps_1158948.html

ACTIVISME ACTIONNARIAL : QUAND LES ACTIONNAIRES SALARIÉS S'EN MÊLENT

Hélène Marcy,

CFE-CGC Orange, France

Email : helene.marcy@orange.com

Christophe Gauthier

Groupe Alpha, France

Hélène Marcy – Vice-présidente – CFE-CGC Orange – ancienne administratrice représentant les personnels actionnaires d'Orange, membre du conseil de surveillance du fonds d'actionnariat salariés d'Orange.

Christophe Gauthier – Directeur de mission – Groupe Alpha

RÉSUMÉ :

L'activisme des actionnaires salariés en France s'est jusqu'à présent essentiellement manifesté dans les anciennes entreprises publiques, avec un impact limité sur la gouvernance.

Dans cet article, nous restituons l'action menée depuis 15 ans par la CFE-CGC Orange en vue de faire de l'actionnariat salariés un levier de co-construction et de contribution aux débats stratégiques en faveur d'une entreprise plus engagée dans la croissance conjointe de son « business » et d'emplois de qualité. Le tout en utilisant pleinement les ressources offertes par le cadre légal et une communication dense avec tous les acteurs potentiellement concernés.

Ce retour d'expérience montre la difficulté à faire reconnaître comme légitime par les autres acteurs la voix des actionnaires salariés et de

leurs représentants, et mettent en évidence les contradictions entre la volonté affichée par le législateur de leur donner toute leur place et la mise en pratique.

En promouvant un « capitalisme industriel » face au « capitalisme financier », le syndicat est cependant parvenu à se faire reconnaître de manière croissante alors que les référentiels changent. La transposition progressive des enjeux environnementaux et de la responsabilité sociale d'entreprise en principes de gouvernance offre l'opportunité de former de nouvelles alliances en faveur d'une entreprise plus durable, tant sur le plan humain qu'environnemental, où l'activisme des actionnaires salariés et de leurs représentants pourrait converger avec d'autres actionnaires sensibles à ces thèmes.

MOTS CLÉS:

activisme actionnarial, actionnariat salariés, responsabilité sociale et environnementale, gouvernance.

1. INTRODUCTION

Comme d'autres acteurs syndicaux et certains observateurs¹, la CFE-CGC Orange constate que les évolutions du code du travail restreignent progressivement les droits collectifs des personnels. Elle a donc décidé de se saisir des leviers de l'actionnariat salariés pour mieux faire entendre la voix des personnels et contribuer aux débats stratégiques au sein de l'entreprise.

L'action de notre organisation syndicale s'inscrit dans un objectif général de défense de la pérennité de l'entreprise et de développement quantitatif et qualitatif de l'emploi, qui selon nos analyses serait actuellement mieux servi par une stratégie de croissance plus offensive, tant organique (R&D, développement de nouvelles activités...) qu'externe (acquisitions de compétences

¹ Le droit du travail en changement – Jérôme Porta – 2019 - <https://doi.org/10.4000/travailemploi.9098>

dans des domaines stratégiques pour l'entreprise, extension de la présence internationale...), permettant à Orange de rester (ou redevenir) un acteur leader dans un secteur du numérique très évolutif et concurrentiel. Déployer une telle stratégie implique notamment de réorienter une part de la richesse produite en faveur de l'investissement, alors que le dividende capte depuis plusieurs années la quasi-totalité du cash-flow organique.

C'est pour promouvoir plus efficacement une telle approche que la CFE-CGC Orange a investi l'actionnariat salariés.

Faire reconnaître les actionnaires salariés comme des parties prenantes à part entière nécessite une action coordonnée et de longue haleine. Cet article fait le point sur le parcours réalisé depuis 15 ans et les perspectives d'actions futures envisagées pour y parvenir.

Après un rappel du contexte réglementaire et institutionnel français en matière d'actionnariat salariés, nous aborderons concrètement les actions menées pour le compte des personnels actionnaires d'Orange.

2. CADRE RÉGLEMENTAIRE ET INSTITUTIONNEL FRANÇAIS

2.1 *La France championne d'Europe de l'actionnariat salariés*

Selon les recensements de la Fédération européenne de l'actionnariat salariés² (FEAS), qui portent sur 2 723 entreprises européennes dont 2 523 entreprises cotées, repris dans les enquêtes d'Amundi³ et d'Eres⁴, la France est le pays d'Europe

2 <http://www.efesonline.org/Annual%20Economic%20Survey/Presentation%20FR.htm> <https://>

3 www.amundi-ee.com/entr/Local-Content/News/Barometre-Amundi-2021-Actionnariat-Salarie

4 <https://www.eres-group.com/communiquede-presse/actionnariat-salarie-sbf-120-tendances/>

où l'actionnariat salarié est le plus développé. Selon la synthèse d'Eres :

- « *En 2020, 78% des entreprises françaises proposent un plan collectif d'actionnariat salarié, contre une moyenne européenne de 35%.*

- *Avec 3,04 millions de bénéficiaires détenant en moyenne 3,4 % du capital, l'hexagone représente plus de 40% des actionnaires salariés européens, et 38% de la capitalisation détenue par ces derniers. »*

Dans le « palmarès » des entreprises où l'actionnariat salarié est significativement présent figurent nombre d'entreprises concernées par les privatisations des trente-cinq dernières années (Bouygues, en tête avec 20,3 % du capital et 27,4 % des droits de vote détenus par ses salariés, fait cependant exception).

On peut avancer l'hypothèse que l'importance de l'actionnariat salariés en France est notamment liée aux lois de privatisation de 1986 et 1993⁵, qui ont de fait obligé les nombreuses entreprises privatisées à ouvrir leur capital aux salariés : selon ces textes, lors de chaque cession de capital par l'État, 10 % des actions cédées doivent être proposées aux personnels, dans des conditions préférentielles d'acquisition incluant décotes, abondements, actions gratuites et délais de paiement, en contrepartie d'un délai minimum obligatoire de conservation des actions ainsi obtenues, variable en fonction des avantages consentis. Outre que ces opérations ont créé un « socle » d'entreprises disposant d'un actionnariat salariés, elles ont aussi créé une culture : nombre d'opérations d'actionnariat salariés proposent des dispositifs d'incitation directement inspirés de ceux préconisés par les lois de privatisation.

5 Loi n° 86-912 du 6 août 1986 et Loi n° 93-923 du 19 juillet 1993

2.2 Les récentes évolutions de la législation visent à favoriser l'actionnariat salariés

Par la suite, la législation française a régulièrement cherché à développer l'attractivité de l'actionnariat salariés.

2.2.1 Loi Florange de 2014⁶

Elle permet aux personnels actionnaires de disposer des droits de vote doubles pour les actions inscrites au nominatif et détenues depuis plus de deux ans dans les FCPE, ce qui est unique en Europe : partout ailleurs, les salariés actionnaires disposent au plus de 1 action = 1 voix, parfois en dessous dans certains pays d'Europe du Nord.

2.2.2 Loi Macron de 2015⁷

La loi pour la croissance, l'activité et l'égalité des chances économiques comporte plusieurs dispositions en faveur de l'actionnariat salariés :

- Assouplissement des règles de distribution d'actions gratuites (période minimale d'acquisition réduite à un an et durée cumulée des périodes d'acquisition et de conservation réduite à deux ans) et allègement de la fiscalité qui s'y applique, tant pour les entreprises (contribution patronale réduite de 30 à 20%, versée uniquement sur les actions réellement livrées) que pour les bénéficiaires (suppression de la contribution de 10% sur la plus-value d'acquisition, alignement du traitement fiscal de la plus-value d'acquisition sur celui de la plus-value de cession, avec abattement d'imposition sur le revenu selon la durée de

6 Loi n° 2014-384 du 29 mars 2014

7 Loi n° 2015-990 du 6 août 2015 – voir aussi l'analyse faite par la CFE-CGC Orange dans La Tribune <https://www.latribune.fr/opinions/tribunes/la-loi-macron-et-l-epargne-salariale-on-ne-donne-qu-aux-riches-503374.html>

détention, 50% pour deux ans au moins, 65% pour 8 ans au moins) ;

- Élargissement du périmètre des actions décomptées pour définir le seuil de 3% du capital détenu par les personnels déclenchant la mise en place d'administrateurs représentant les personnels actionnaires : aux actions détenues au sein d'un FCPE s'ajoutent celles détenues au nominatif pur issues des attributions gratuites d'actions validées par une AG postérieure à la publication de la loi ou d'opérations de privatisation après leur période d'incessibilité ;

- Rétablissement de l'obligation de proposer 10% du capital cédé par l'État aux salariés lors de chaque cession « significative » de capital des entreprises dont l'État détient plus de 10% du capital, qui avait été supprimée par l'ordonnance du 20 août 2014⁸ relative à la gouvernance et aux opérations sur le capital des sociétés à participation publique, avec prise en charge par l'entreprise des avantages consentis aux personnels et non plus par l'État, qui peut cependant sous certaines conditions participer aux frais d'opération.

2.2.3 Loi Pacte de 2019⁹

La loi Pacte a fixé l'objectif ambitieux d'atteindre 10% du capital des entreprises détenu par leurs salariés, et a en conséquence aménagé la loi.

Une fiscalité plus favorable :

- Le forfait social, régulièrement critiqué depuis qu'il était passé, fin 2012, à 20% des abondements de l'employeur, est réduit par les lois de finance promulguées après la loi Pacte pour les abondements dédiés au versement dans un fonds

8 <https://www.legifrance.gouv.fr/loda/id/JORFTEXT000029391551/>

9 Loi n° 2019-486 du 22 mai 2019

d'actionnariat salarié. En 2021¹⁰, il passe, pour 3 ans, à 10% pour les abondements complémentaires de l'intéressement, de la participation et les abondements unilatéraux dans les entreprises de plus de 50 salariés, et à 0%, dans tous les cas pour les entreprises de moins de 50 salariés, ainsi que pour l'abondement des versements volontaires des salariés dans les entreprises de plus de 50 salariés.

Plus d'éléments incitatifs pour les personnels lors des offres d'actions qui leurs sont réservées :

- Possibilité d'abondement unilatéral de l'employeur, identique pour tous les personnels même sans versement de leur part ;
- Augmentation du pourcentage maximal de décote sur le prix des actions : de 20 à 30% pour un blocage pendant 5 ans, de 30 à 40% pour un blocage pendant 10 ans ;
- Possibilité utiliser des fonds épargnés dans un plan d'épargne entreprise pour souscrire des actions.

Une gouvernance qui donne du pouvoir aux représentants des personnels actionnaires :

- Le conseil de surveillance des FCPE d'actionnariat salariés doit être composé au moins pour moitié de représentants élus par les porteurs de parts, sur la base d'une part = une voix (il ne peut plus y avoir de représentants désignés) ;
- Lesdits représentants doivent bénéficier d'une formation de 3 jours minimum ;
- Les représentants de la direction sont exclus de l'exercice des droits de vote attachés aux actions de l'entreprise lors des assemblées générales.

10 <https://www.lesechos.fr/economie-france/budget-fiscalite/nouveau-coup-de-pouce-en-faveur-de-lactionnariat-salarie-1265825>

Une meilleure gestion des actions gratuites dans les calculs de seuils :

- Toutes les actions gratuites détenues au nominatif par les salariés sont incluses dans le calcul du seuil de 3% de capital détenu par les personnels imposant la mise en place d'un administrateur représentant les personnels actionnaires, quelle que soit la date de leur distribution ;
- Le seuil maximal de 10% d'actions gratuites dans le capital de l'entreprise est calculé uniquement sur les actions incessibles (en cours d'acquisition ou bloquées), ce qui permet de renouveler régulièrement les opérations d'attributions gratuites ou d'abondement unilatéral.

Organisation d'offres réservées aux personnels lors des cessions de capital par l'État :

- Si l'obligation est confirmée et élargie aux entreprises non cotées, seules les « *cessions significatives* » sont concernées, tandis que « *les possibilités de prise en charge par l'État d'une partie des frais d'organisation de l'offre seront clarifiées* », mentionne le site du Ministère de l'Économie après promulgation de la loi¹¹. Rien n'a cependant été précisé depuis. Un flou juridique potentiellement problématique : notre expérience montre que la sphère publique peut se montrer habile à s'extraire de ses obligations, a fortiori lorsqu'elles ne sont pas clairement décrites par les textes de loi.

Comme nous le verrons dans la seconde partie de cet article, la CFE-CGC Orange s'est impliquée pour que les évolutions législatives soient favorables au développement de l'actionnariat des salariés et à l'exercice des droits conférés par la détention d'une part du capital de leur entreprise.

11 <https://www.economie.gouv.fr/loi-pacte-recompenser-travail-salaries>

3. LA RECHERCHE EMPIRIQUE DE NOUVEAUX LEVIERS STRATÉGIQUES VIA L'ACTIONNARIAT SALARIÉS CHEZ FRANCE TÉLÉCOM-ORANGE

3.1 Méthode de recueil des informations

Les informations utilisées dans cette partie sont issues :

- des archives des représentants CFE-CGC dans les conseils de surveillance des fonds de l'actionnariat salariés du Groupe Orange en France (PV des réunions du conseil notamment) ;
- des articles publiés à l'attention des collègues du groupe détenant des actions Orange pour leur rendre compte des actions menées en leur nom, dans les newsletters et sites web de la CFE-CGC Orange et de l'ADEAS (Association de Défense de l'Épargne et de l'Actionnariat Salariés du Groupe Orange) qui agit en partenariat avec notre organisation syndicale ;
- des documents officiels publiés par l'entreprise à l'occasion des assemblées générales d'actionnaires, notamment les publications au BALO, les résultats des votes et les PV d'AG diffusés sur le site institutionnel de l'entreprise ;
- d'informations publiques disponibles sur le web.

Notre action s'est construite en plusieurs étapes, et pour répondre à plusieurs enjeux.

3.2 1^{er} enjeu : faire appliquer les droits des personnels actionnaires

3.2.1 Obtenir les actions dans le cadre des ORP liées aux cessions de capital par l'État

| | | |
|-----|------|---|
| ORP | 1997 | Ouverture du capital de France Télécom |
| ORP | 1998 | Augmentation du capital de France Télécom et cession de 5% du capital détenu par l'Etat |
| ORP | 2003 | Augmentation du capital de France Télécom |
| ORP | 2004 | Cession de capital de France Télécom par l'Etat |
| ORP | 2005 | Cession de capital de France Télécom par l'Etat |
| AGA | 2007 | Next Rewards |
| ORP | 2007 | Orange Success - Cession de capital de France Télécom par l'Etat |
| AGA | 2011 | <i>Partageons - les objectifs n'ont pas été atteints et les actions non distribuées</i> |
| ORP | 2014 | Cap'Orange 2014 - pour écouler les actions de l'AGA Partageons |
| ORP | 2016 | Orange Ambition 2016 - Augmentation de capital |
| AGA | 2017 | Orange Vision 2020 |
| ORP | 2021 | Cession d'actions existantes (environ 1% du capital) |

Chez France Télécom-Orange, 9 offres réservées aux personnels (ORP) et 2 attributions gratuites d'actions (AGA) ont été effectivement réalisées entre 1997 et 2017.

Les personnels d'Orange bénéficient des lois de privatisation imposant l'organisation d'une offre réservée aux personnel (ORP) lors de chaque cession de capital par l'État. À plusieurs reprises, il a fallu défendre ce droit.

En juin 2007, l'État cède 5 % du capital d'Orange à des investisseurs institutionnels, et doit proposer 14,44 millions d'actions aux personnels de l'entreprise. L'offre lancée en décembre 2007 est souscrite à 210 %. Le Ministère de l'Économie décide d'appliquer les modalités de réduction à l'inverse de ce qui était prévu dans les prospectus de l'opération, privilégiant l'offre à effet de levier qui prive les personnels d'une partie substantielle de leurs avantages : abondements en actions gratuites, dividendes, une part conséquente des plus-values, et surtout la propriété des actions à l'issue de l'opération.

La CFE-CGC écrit au Ministère, lance une pétition auprès des personnels, participe à la création de l'ADEAS (association de défense de l'épargne et de l'actionariat salariés du Groupe

Orange), et, faute d'être entendue, entreprend finalement une action devant le Conseil d'État, qui lui donne raison en novembre 2011¹². Mais il n'y a pas de remise en état : l'entreprise et l'État considèrent que c'est un simple avertissement pour le futur.

En septembre 2014, Bpifrance détient 11,6 % du capital d'Orange et en cède 1,9 %... mais il n'y a pas d'offre réservée aux personnels.

La CFE-CGC Orange écrit au Ministère de l'Économie, à Bpifrance... et découvre que l'ordonnance n° 2014-948 du 20 août 2014¹³ libère l'État de toute obligation de cession aux personnels des anciennes entreprises publiques lorsqu'il s'en désengage, bien que tous les gouvernements successifs se déclarent en faveur de l'actionnariat salariés. La CFE-CGC Orange fait porter une question écrite au gouvernement par un député¹⁴ tandis que la confédération demande officiellement l'abrogation de l'ordonnance¹⁵. Après un lobbying soutenu, les droits des personnels sont rétablis en août 2015, dans l'article 192 de la loi Macron¹⁶. Au passage, l'État a transféré aux entreprises la responsabilité juridique et la prise en charge financière des ORP... et s'est illégalement¹⁷ exonéré de toute opération dédiée aux personnels lors de deux cessions de capital par Bpifrance, 1,9 % du capital d'Orange en septembre 2014, 2 % du capital en 2015.

L'ORP Orange Ambition de 2016 est censée compenser ces manquements¹⁸, en proposant 0,43% du capital d'Orange aux personnels du groupe. Le caractère international de l'opération minimise cependant le nombre d'actions qui auraient dû revenir

12 Décision du Conseil d'Etat du 21/11/2011 – Affaire N° 314652

13 <https://www.legifrance.gouv.fr/loda/id/JORFTEXT000029391551/>

14 <https://questions.assemblee-nationale.fr/q14/14-67400QE.htm>

15 https://www.cfecgc-orange.org/documents/archives/communiqués_de_presse/CDP_2014/CdP_Conf_CFE-CGC_abrogation_ordonnance_ORP.pdf

16 <https://www.legifrance.gouv.fr/loda/id/JORFTEXT000030978561>

17 L'ordonnance du 20 août 2014 aurait dû être ratifiée sous 5 mois pour rester valide. La loi Macron du 6 août 2015 remet en cause l'ordonnance et revient à l'obligation de réserver 10% du capital cédé aux personnels dès lors que la cession est « significative ».

18 https://www.cfecgc-orange.org/documents/archives/ParticipationInteressementActionnariat/2015_04_15_-_BPI_-_R%C3%A9ponse_E-MACRON_%C3%AO_CFE-CGC_et_ADEAS.pdf

aux personnels français dans le cadre des cessions de Bpifrance, et ne respecte pas le droit.

3.2.2 Parvenir à 10 % du capital détenu par les personnels

Sous la pression des demandes syndicales, qui se sont majoritairement ralliées à celles de la CFE-CGC Orange et de l'ADEAS, en 2014, le PDG d'Orange s'engage publiquement à faire monter l'actionnariat salarié à 10 % du capital de l'entreprise²⁰, dans le cadre du plan stratégique *Essentiel2020*. Fin 2020, les personnels d'Orange ne détiennent cependant que 6,14 % du capital d'Orange, et il faut maintenir le sujet à l'ordre du jour.

En juillet 2020, alors que BlackRock vient de franchir le seuil de 5% du capital d'Orange, la CFE-CGC écrit au PDG pour demander l'organisation d'une ORP dès la fin de la crise sanitaire. Mais il faudra attendre la restitution fiscale de 2,2 milliards d'euros intervenue fin 2020²⁰ pour qu'une opération soit annoncée. Proposant environ 1 % du capital d'Orange aux personnels, ce sera la plus importante depuis l'ouverture du capital de France Télécom.

Les représentants CFE-CGC ont analysé les souscriptions aux précédentes offres, suivi une formation spécifique aux nouveautés de la loi Pacte et demandé à être reçus par la direction pour lui faire part de ses propositions avant le montage de l'opération. Pour que toutes les actions proposées soient souscrites, en dépit d'un contexte incertain et d'un cours de l'action orienté à la baisse depuis l'annonce du nouveau plan stratégique à l'*Investor Day* du 4 décembre 2019, nos analyses montraient qu'il faudrait utiliser tous les leviers de la nouvelle législation... et ils seront employés : abondement unilatéral permettant à tous les personnels de bénéficier d'actions gratuites, décote de 30 % sur le prix des

19 <https://www.lefigaro.fr/emploi/2014/04/07/09005-20140407ARTFIG00102-stephane-richard-je-suis-le-garant-du-contrat-social.php>

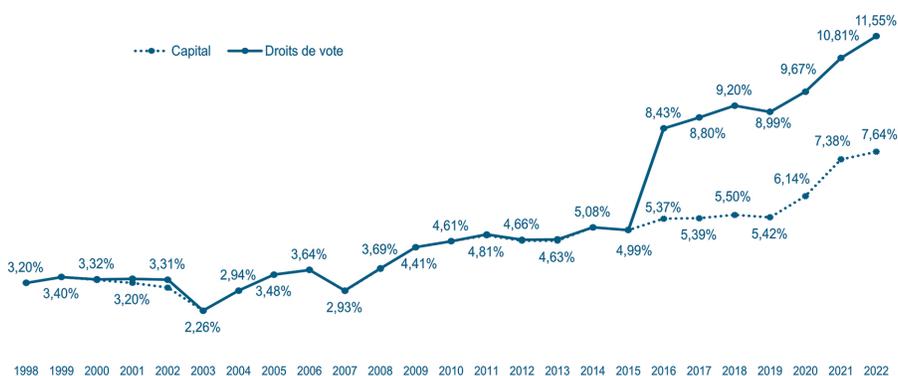
20 <https://newsroom.orange.com/orange-utilisera-les-fonds-percus-suite-a-un-litige-fiscal-pour-accelerer-son-developpement-et-son-engagement-tout-en-proposant-dassocier-ses-salaries-et-ses-actionnaires/?lang=fr>

actions en contrepartie d'un blocage pendant 5 ans, abondement des versements réalisés par les personnels, possibilité d'utiliser de l'épargne investie dans les FCPE diversifiés du plan épargne groupe (PEG) pour souscrire et paiement possible en 4 fois sans frais. Hors de France, les modalités seront adaptées en fonction de la législation et de la fiscalité locales.

3.2.3 Disposer des droits de vote en AG des actionnaires

Dès 2011, la CFE-CGC Orange se saisit du rapport de l'AMF sur l'épargne et l'actionnariat salarié²¹, afin d'obtenir que les représentants des personnels actionnaires détiennent la majorité absolue des voix dans les conseils de surveillance des fonds de l'actionnariat salarié d'Orange pour exprimer les droits de vote attachés à la possession des actions. En effet, pour l'AG des actionnaires 2011, l'ensemble des représentants syndicaux souhaitait présenter une résolution alternative pour un dividende de 1 € par action (au lieu de 1,40 €). Mais avec la moitié des voix au conseil de surveillance, les représentants de la direction parviennent à bloquer la résolution.

Evolution du capital et des droits de vote détenus par les personnels Orange



Sources : rapports annuels, documents de référence, documents d'enregistrement universel France Télécom puis Orange. En 2014, les représentants CFE-CGC & ADEAS demandent que les actions détenues par le personnel dans le PEG soient inscrites au nominatif, ce qui leur permet, selon la loi Florange, de bénéficier des droits de vote doubles dès 2016.

21 <https://www.amf-france.org/fr/actualites-publications/publications/rapports-etudes-et-analyses/rapport-sur-lepargne-salariale-et-lactionnariat-salarie-groupe-de-travail-de-la-commission>

En 2012, les organisations syndicales invitent les représentants de la direction à ne pas participer au vote des résolutions pour ne pas se mettre en situation de conflit d'intérêts, et le conseil de surveillance peut présenter sa résolution alternative pour un dividende à 1 €. Une première dans une entreprise du CAC40, relayée par la presse économique²². La résolution du fonds recueille 14,81 % des votes, soit 3 fois le poids de l'actionnariat salariés. Mais ni l'État, ni la Société Générale²³, sollicités en tant que 1er et 2ème actionnaire d'Orange au moment de l'AG, n'ont suivi. La réponse de la Société Générale laisse entendre, en filigrane, qu'il s'agissait uniquement pour la banque de capter du dividende, environ 100 millions d'euros, en procédant à un achat-revente sur la durée strictement nécessaire pour bénéficier du détachement du coupon.

Il faudra attendre 2015 pour que les personnels actionnaires puissent à nouveau s'exprimer en AG, avec 3 résolutions. Les représentants de la direction votent toujours dans les conseils de surveillance, s'exprimant négativement sur la résolution D (modification des statuts d'Orange pour permettre le paiement en actions de l'acompte sur dividende) ... qui est in fine agréée par le conseil d'administration, devenant la résolution 29, adoptée à 90,84 % par l'AG des actionnaires. Rocambolesque.

En 2016, en sus des 3 résolutions alternatives proposées par le conseil de surveillance du fonds, la CFE-CGC fait inscrire à l'ordre du jour de l'AG un point dédié à la gouvernance des fonds, pour que les représentants du personnel actionnaire disposent de la

22 <https://www.lesechos.fr/2012/04/les-actionnaires-salaries-dorange-veulent-reduire-dun-tiers-le-dividende-354817> et <https://www.latribune.fr/technos-mediastelecoms/20120522trib000699725/le-dividende-de-france-telecom-divise-ses-actionnaires-salaries.html> |

23 https://www.cfecgc-orange.org/documents/archives/communiqués_de_presse/CDP2012/Courrier_M.Oudea-Socit_Gnrle_11mai2012.pdf

24 https://www.cfecgc-orange.org/documents/archives/ParticipationInteressementActionnariat/2012/2012_06_04_-_Courrier_de_la_St_Gnrle_-_Monte_de_la_St_Gale_au_capital_de_FT_SA.pdf

majorité absolue des voix dans les conseils de surveillance des fonds de l'actionnariat salariés.

Cette année-là, l'agence en conseil de vote Proxinvest salue « *l'activisme des actionnaires salariés* », citant les exemples d'Orange, EDF, Engie, et Dassault Systèmes, et s'étonne que les actionnaires aient « *tendance à voter contre les résolutions externes alors qu'ils voteraient en faveur d'une résolution similaire proposée par le conseil d'administration*²⁵ ». Notons que les entreprises citées sont, pour trois d'entre elles, d'anciens monopoles d'État au sein desquels l'actionnariat salariés s'est initialement constitué dans le cadre des lois de privatisation. Nos recherches, bien que ne pouvant revendiquer l'exhaustivité, ne nous ont pas permis d'identifier d'autres entreprises cotées au sein desquelles les actionnaires salariés ont proposé des résolutions alternatives. Un autre indice que les lois de privatisation ont contribué à construire une culture de l'actionnariat salariés ?

En 2017, malgré une nouvelle composition du conseil de surveillance qui rassemble désormais toutes les actions détenues par les personnels dans un seul FCPE à compartiments, la direction réussit encore à bloquer toutes les résolutions financières proposées par le fonds.

La CFE-CGC Orange et l'ADEAS demandent alors l'ouverture d'une négociation pour réviser la gouvernance des fonds de l'actionnariat salariés, en échange d'un abandon de procédures judiciaires embarrassantes pour l'entreprise. L'accord d'entreprise signé en mars 2018 débouche sur des dispositions équilibrées, dont certaines anticipent la loi Pacte :

- Les représentants de la direction siègent désormais à titre consultatif dans le conseil de surveillance du fonds d'actionnariat salariés ;

²⁵ <http://www.minoritaires.com/interview-french-ag-2016-proxinvest/>

- L'administrateur représentant les personnels actionnaires est élu par les porteurs de parts, et simplement ratifié par l'AG des actionnaires ;
- L'accord définit les moyens humains (heures de délégation et formation), matériels et financiers dédiés aux membres du conseil de surveillance Orange Actions, aux organisations syndicales et aux associations qui participent activement au développement de l'actionnariat salariés au sein du Groupe Orange.

La même année, la direction lance une opération d'attribution gratuite d'actions, Orange Vision 2020, associée à l'atteinte d'objectifs financiers sur 3 ans (cash-flow organique, EBITDA ajusté). Le plan prévoit une livraison des actions sur un compte nominatif individuel. La CFE-CGC obtient la négociation d'un accord permettant aux personnels de choisir entre le versement sur un compte au nominatif pur *ou* dans le FCPE de l'actionnariat salariés. Cette dernière option permet aux personnels de bénéficier d'une fiscalité plus favorable contre un blocage de 5 ans, et de faire exercer les droits de vote par le conseil de surveillance du fonds, qui les exerce réellement, alors que peu d'actionnaires au nominatif pur le font. Au débouclage de l'opération, 78% des personnels attributaires des actions ont choisi de les recevoir dans le FCPE de leur plan d'épargne groupe. La négociation a également permis d'élargir le nombre de bénéficiaires de cette AGA, mais pas de réduire l'écart entre le nombre d'actions attribuées via l'AGA pour tous et celui – 25 à 300 fois plus élevé pour les cadres exécutifs et les mandataires sociaux – déterminé pour le plan d'actions de performance dédié aux seuls dirigeants de l'entreprise, et reconduit chaque année depuis, au contraire de l'AGA pour tous.

Dès l'assemblée générale de 2018, l'actionnariat salarié propose 4 résolutions alternatives, dont une pour un dividende modéré. La rétribution des mandataires sociaux, qui augmente plus vite

que celle des personnels, et les résolutions financières autorisant la destruction de cash par annulation d'actions font désormais l'objet de votes négatifs de la part des personnels actionnaires.

En 2019, la loi Pacte exclut définitivement les représentants de l'entreprise du vote des résolutions. La CFE-CGC Orange a pris part aux débats. Sur la base d'une analyse détaillée du projet de loi sur toutes les mesures concernant l'épargne et l'actionnariat salariés, elle a écrit au Ministère de l'Économie, rédigé des propositions d'amendement relayées par plusieurs parlementaires et une tribune dans la presse économique²⁶.

3.3 2^{ème} enjeu : utiliser nos droits d'actionnaires salariés

Entre 2012 et 2021, les fonds de l'actionnariat salariés proposent 25 résolutions sur 8 AG. Deux résolutions proposées par les représentants des personnels actionnaires ont obtenu l'agrément du conseil d'administration d'Orange, vérifiant les observations de Proxinvest : elles sont massivement adoptées, à 90 % et plus, tandis que les résolutions portées par le seul fonds des actionnaires salariés, parfois identiques, recueillent de 2,45 à 16,51 % des votes²⁷, en croissance au fil du temps. En 2021, le magazine Investir conseille de voter en faveur d'une de ces résolutions alternatives, qui recueille le meilleur score de toutes les résolutions alternatives proposées par les actionnaires salariés²⁸.

Les résolutions portées s'articulent autour de 3 objectifs principaux :

- **La baisse du dividende**, pour permettre à l'entreprise de conserver des capacités d'investissement, alors que, depuis 2005, le *pay-out ratio* n'a cessé d'augmenter, dépassant régulièrement

²⁶ <https://www.latribune.fr/opinions/tribunes/epargne-et-actionnariat-salaries-quels-seront-les-impacts-de-la-loi-pacte-805105.html>

²⁷ Détail des résolutions proposées et des votes recueillis en annexe A

²⁸ <https://investir.lesechos.fr/assemblees-generales-actionnaires/comptes-rendus-assemblees-generales/nos-consignes-de-vote-pour-l-assemblee-generale-des-actionnaires-orange-pour-les-resolutions-a-20-a-24-et-26-a-29-1960247.php>

100 % du résultat net, mais aussi 100 % du cash-flow organique (jusqu'à 115 % au titre de l'exercice 2019) ;

- **L'augmentation du capital détenu** par les personnels, et une demande d'équité en matière d'accès aux actions de l'entreprise (association systématique d'une AGA pour tous aux plans d'actions de performance dédiés aux seuls cadres dirigeants) ;

- **L'amélioration de la gouvernance d'Orange**, notamment en matière de diversité et de disponibilité des administrateurs.

Les points mis à l'ordre du jour et les questions écrites du fonds poursuivent des objectifs convergents. La CFE-CGC et l'ADEAS posent des questions complémentaires, pour éclairer leurs analyses sur des aspects financiers ou stratégiques plus pointus.

La CFE-CGC a également obtenu que le directeur financier du groupe vienne échanger une fois par an avec le conseil de surveillance du fonds d'actionnariat salariés, comme il le fait avec les investisseurs externes et les analystes financiers.

3.4 3^{ème} enjeu : influencer sur la stratégie et devenir vraiment partie prenante

L'expérience a conduit la CFE-CGC Orange à structurer et articuler ses actions, pour en améliorer l'efficacité.

3.4.1 Se coordonner et se former pour agir

La CFE-CGC, 1^{ère} organisation syndicale au sein du Groupe Orange, dispose de 2 sièges au conseil d'administration, 4 sièges au conseil de surveillance de l'actionnariat salarié, et de 2 représentants à la commission économique du CSE Central de la maison mère. Ces représentants échangent régulièrement, pour organiser la collecte et le partage d'informations (questions écrites à l'AG des actionnaires, résultats des expertises économiques réalisées pour le CSE Central...) et assurer la cohérence globale des positions défendues.

Des formations régulières sur la finance d'entreprise ou les évolutions législatives leur permettent d'affiner la pertinence de leurs propositions.

3.4.2 Échanger avec toutes les parties prenantes

Les représentants CFE-CGC et ADEAS dialoguent chaque année avec des agences en conseil de vote et des gestionnaires de fonds pour expliciter leur politique de vote et les résolutions alternatives présentées par l'actionnariat salarié : il s'agit notamment de convaincre d'autres investisseurs de rallier nos positions, et de comprendre les leurs pour identifier les points de convergence possibles.

La CFE-CGC et l'ADEAS rendent compte aux salariés du groupe, de manière détaillée et argumentée, de toutes leurs actions et votes en AG, mais également de toutes leurs analyses, actions et positions, partagées via des newsletters, un blog²⁹ et des réunions d'informations plusieurs fois par an, qui permettent aussi de faire remonter les attentes des personnels.

3.4.3 Se comporter comme une vraie partie prenante, et le faire savoir

La présence active de représentants dans les différentes instances du groupe légitime l'intervention de la CFE-CGC sur des questions de gouvernance ou de stratégie, via des courriers adressés aux administrateurs et/ou aux dirigeants de l'entreprise :

- Proposition pour l'utilisation des 2,2 Mds € issus d'une restitution fiscale intervenue fin 2020³⁰, incluant l'organisation

²⁹ <https://www.adeas.org/>

³⁰ <https://www.orange.com/fr/newsroom/communiqués/2020/decision-favorable-du-conseil-detat-au-sujet-dun-ancien-litige-fiscal>

d'une ORP et l'examen d'un rapprochement avec Atos³¹ ;

- Demande d'étude d'un rapprochement avec OVHcloud³², afin de développer un « cloud de confiance » en France ;
- Demande d'explications concernant l'OPA sur les actions Orange Belgium³³.

Si les réponses apportées à ces interpellations sont contrastées, l'intérêt qu'elles suscitent dans la presse économique ou auprès des analystes rend les propositions stratégiques émanant des représentants des personnels actionnaires de plus en plus recevables dans l'opinion.

3.5 Enjeux pour l'avenir

Il reste beaucoup à faire pour développer un activisme actionnarial pertinent et porteur de progrès pour toutes les parties prenantes.

3.5.1 Exercer les droits de votes dans les fonds diversifiés

Les plans d'épargne entreprise proposent des fonds diversifiés pour lesquels ce sont les gestionnaires de fonds, et non les personnels détenteurs de parts, qui votent en AG, sans demander de consigne particulière à leurs mandants. La CFE-CGC travaille à ce que les conseils de surveillance des FCPE puissent exercer ces droits, avec notamment l'objectif de pousser des politiques RSE plus efficaces.

31 <https://www.cfecgc-orange.org/202011259768/communiqués-de-presse/utilisation-des-2-2-mds-de-produit-d-impot-suite-a-la-decision-du-conseil-d-etat-la-cfe-cgc-ecrit-aux-administrateurs-d-orange.html>

32 <https://www.cfecgc-orange.org/2021042010311/communiqués-de-presse/proposition-de-rapprochement-entre-orange-et-ovhcloud-la-cfe-cgc-ecrit-aux-administrateurs-d-orange.html>

33 <https://www.cfecgc-orange.org/2021050410377/communiqués-de-presse/opa-orange-belgium-la-cfe-cgc-et-l-adeas-demandent-des-eclaircissements.html>

3.5.2 La RSE comme opportunité de trouver des alliés

La responsabilité sociale, sociétale et environnementale (RSE) des entreprises suscite un intérêt croissant dans le débat public, parmi les salariés de l'entreprise, mais aussi de la part des investisseurs et gestionnaires de fonds. C'est un *momentum* à saisir pour identifier des actionnaires partageant tout ou partie des objectifs des personnels, et formuler des résolutions d'AG articulant mieux les aspects sociaux et environnementaux, dans une optique de croissance durable, favorable à toutes les parties prenantes sur le moyen terme.

Pour les représentants des personnels, c'est un nouveau défi qui nécessite de rattacher concrètement et sans tabou les enjeux du développement durable à l'activité de l'entreprise, et d'identifier les bons leviers à actionner, qu'il s'agisse d'objectifs à atteindre, d'acteurs à mobiliser, mais aussi d'indicateurs adaptés. Car si les indicateurs de performance extra-financière se multiplient dans les documents d'informations réglementées fournis par les entreprises, il reste du chemin à parcourir pour qu'ils reflètent vraiment la réalité du terrain, et du coup permettent de stimuler plus efficacement la mise en œuvre concrète des orientations affichées par le gouvernement d'entreprise en matière d'impact social et environnemental. Les actionnaires salariés sont particulièrement bien placés pour challenger les dirigeants sur ces champs, qui prennent une importance grandissante pour conserver la confiance des clients comme des investisseurs... mais aussi la motivation et l'engagement des collaborateurs.

4 CONCLUSION

Si le législateur a fait entrer les personnels dans la gouvernance des entreprises, tant dans les conseils d'administration que par

l'actionnariat salarié, il reste difficile pour leurs représentants de se faire reconnaître en tant que partie prenante à part entière, avec ses caractéristiques spécifiques : avant que leurs apports ne soient pris au sérieux, ils sont d'abord invités à se conformer aux codes et aux courants d'idées établis, dans les conseils comme dans les fonds d'actionnariat salariés.

Mais ce mode de fonctionnement est insuffisant pour se prémunir de dynamiques susceptibles d'entraver ou de dénaturer l'action des représentants des salariés :

- dans le strict respect des codes de gouvernance, les résolutions alternatives présentées par les fonds de l'actionnariat salarié n'obtiennent pas les votes nécessaires à leur adoption, car elles sont victimes d'idées reçues, quand bien même ces résolutions sont fondées et utiles ;
- à *contrario*, toute action ouvertement transgressive (par ex. la diffusion d'informations émanant du conseil d'administration d'Enedis) débouche sur l'éviction des représentants des personnels, les décisions du conseil étant depuis prises hors de leur présence.

Les témoignages recueillis lors d'échanges avec d'autres représentants des salariés dans les conseils d'administration ou l'actionnariat salariés montrent que les plus expérimentés sont graduellement incités à éviter tout activisme... au détriment du bon exercice de leur mandat. S'il semble de plus en plus reconnu que l'actionnariat salariés et la présence d'administrateurs salariés dans les conseils sont facteurs de stabilité, d'amélioration du regard sur les enjeux internes, sans pour autant être néfastes à la performance économique et à la valeur actionnariale de long terme, il reste difficile pour ces acteurs d'être pleinement « admis au club ».

La connaissance interne de l'entreprise par les représentants des salariés actionnaires permet de confronter la vision stratégique avec la réalité de l'entreprise, mais aussi d'identifier si les dirigeants ont la capacité de porter cette vision pour la transformer en actes. Dès lors, le sens de l'histoire n'est-il pas que ces représentants aient voix au chapitre jusque dans le choix des dirigeants, notamment dans le cadre de la séparation, de plus en plus fréquente, des fonctions de présidence du conseil d'administration et de direction générale ?

Actuellement, les conseils fonctionnent majoritairement sur le modèle des grands groupes internationaux, focalisés sur la valeur actionnariale de court terme et le capitalisme financier. Les enjeux de développement durable, renforcés par la crise sanitaire et le dérèglement climatique, réhabilitent la vertu de pratiques liées au capitalisme familial ou de territoire. La vision de long terme et l'intérêt pour les problématiques environnementales pourraient permettre aux représentants des actionnaires salariés de trouver leur légitimité, et de nouveaux alliés, pour faire valoir ces valeurs.

L'appui d'une recherche académique régulièrement actualisée, pour comparer l'évolution des pratiques internationales et analyser avec recul les effets produits par les évolutions législatives, permettra notamment :

- d'identifier les réformes utiles à un meilleur exercice de la représentation des personnels dans les conseils et l'actionnariat salarié ;
- de rassembler et structurer les expériences des salariés actionnaires dans l'exercice de leur contre-pouvoir, afin qu'elles profitent à toutes les parties prenantes en faveur de stratégies répondant aux valeurs, à l'éthique, à la réalité opérationnelle et à la culture de chaque entreprise en même temps qu'aux enjeux « business ».

ANNEXE A : RÉOLUTIONS ALTERNATIVES PROPOSÉES PAR LES PERSONNELS ACTIONNAIRES D'ORANGE ENTRE 2012 ET 2021

| Année | N° | Objet de la résolution | Vote positif |
|-------|----|---|--------------|
| 2012 | A | Proposition d'un dividende à 1€ par action (au lieu de 1,40€ proposé par le conseil d'administration, soit 96% du résultat net de l'exercice 2011). | 14,81% |
| 2015 | A | Proposition d'un dividende à 0,50€ par action (au lieu de 0,60€ proposé par le conseil d'administration). | 7,66% |
| | B | Autoriser le conseil d'administration à proposer aux actionnaires une option pour le paiement du solde sur dividende en actions. | 7,78% |
| | C | Réserver, à conditions préférentielles, des actions aux adhérents du plan d'épargne d'entreprise en cas de cession d'actions détenues directement ou indirectement par l'Etat. (Résolution visant à combler le flou juridique lié à l'ordonnance qui abroge les modalités de réservations d'une part du capital aux personnels des anciennes entreprises publiques en cas de cession par l'Etat, la Loi Macron étant toujours en navette parlementaire au moment de l'AG des actionnaires). | 8,89% |
| | D | Résolution agréée par le conseil d'administration (<u>devient la résolution 29</u>) <i>Modification de l'article 26 des statuts, faculté d'accorder une option pour le paiement des acomptes en numéraire ou en actions.</i> <i>En conséquence, l'alinéa 3 de l'article 26 des statuts est complété de la phrase suivante : « A condition d'avoir été autorisé par l'Assemblée, le Conseil d'administration peut proposer aux actionnaires, pour tout ou partie des acomptes sur dividende mis en distribution, une option entre le paiement en numéraire ou en actions, dans les conditions légales ».</i> | 90,84% |
| 2016 | A | Proposition d'un dividende à 0,50€ par action (au lieu de 0,60€ proposé par le conseil d'administration). | 2,45% |
| | B | Autoriser le conseil d'administration à proposer aux actionnaires une option pour le paiement de l'acompte sur dividende en numéraire ou en actions avec une décote de 10%. | 3,15% |
| | C | Modification des statuts d'Orange pour que ses administrateurs puissent cumuler au maximum 3 mandats d'administrateurs (Orange inclus) dans des entreprises cotées (versus 4 dans le code Afep-Medef), afin qu'ils puissent consacrer le temps nécessaire à notre entreprise. | 3,51% |
| 2017 | A | Modification de l'article 13 des statuts sur la mixité au sein du Conseil d'administration, pour obtenir une composition paritaire. (Cette résolution n'a pas été présentée par les représentants CFE-CGC, qui se sont abstenus : la rédaction de la résolution est incompatible avec la Loi Copé-Zimmermann qui définit les règles de parité applicables.) | 14% |

| | | | |
|-------------|----|--|--------|
| 2018 | A | Proposition d'un dividende à 0,55€ par action (au lieu de 0,65€ proposé par le conseil d'administration, sachant que le résultat net par action s'élève à 0,62€ par action). | 13,13% |
| | B | Option pour le paiement du solde du dividende en actions (les actionnaires restant libres de choisir un paiement en cash). | 13,36% |
| | C | Autorisation au conseil d'administration à l'effet, en cas de décision de verser un acompte sur dividende, de proposer aux actionnaires une option entre le paiement en numéraire ou en actions pour la totalité de cet acompte. | 13,26% |
| | D | Modification des statuts d'Orange pour que ses administrateurs puissent cumuler au maximum 3 mandats d'administrateurs dans des entreprises cotées (versus 4 dans le code Afep-Medef). | 14,13% |
| | E | Résolution agréée par le conseil d'administration (<u>devient la résolution 20</u>) <i>Modification de l'article 13 des statuts sur l'élection de l'administrateur représentant les personnels actionnaires :</i> <i>Une seule candidature est proposée à l'Assemblée générale des actionnaires. Le candidat à l'élection comme administrateur représentant les membres du personnel actionnaires est désigné lors d'une consultation unique de l'ensemble des actionnaires visés à l'article L. 225- 102 du Code de commerce, en ce compris les Fonds Communs de Placement d'Entreprise dont plus du tiers de l'actif est composé d'actions de la Société.</i> | 99,89% |
| 2019 | A | Proposition d'un dividende à 0,55€ par action (au lieu de 0,70€ proposé par le conseil d'administration, sachant que le résultat net par action s'élève à 0,63€ par action). | 16,09% |
| | B | Modification des statuts d'Orange pour que ses administrateurs puissent cumuler au maximum 3 mandats d'administrateurs dans des entreprises cotées (versus 4 dans le code Afep-Medef). | 13,71% |
| | C | Amendement à la résolution permettant de réaliser une ORP, en lui assignant un délai de réalisation (avant fin 2019). | 16,28% |
| | D | Amendement à la résolution permettant de réaliser une AGA, en lui assignant un délai de réalisation (avant la prochaine AG). | 16,30% |
| 2020 | A | Interdiction de procéder à des rachats d'actions de la société en vue de les détruire. | 16,09% |
| | B | Modification des statuts d'Orange pour que ses administrateurs puissent cumuler au maximum 3 mandats d'administrateurs dans des entreprises cotées (versus 4 dans le code Afep-Medef). | 13,71% |
| | C | Modification des critères d'attribution des actions de performance (LTIP) pour les mandataires sociaux et cadre dirigeants : ajout d'un indicateur sur la réduction des écarts salariaux entre les hommes et les femmes sur la période 2020-2022, a minima de 20% par rapport à l'état des lieux prévu en 2020 par l'accord mondial sur l'égalité entre les hommes et les femmes au sein du groupe Orange. | 16,28% |
| | D | Obligation d'organiser une AGA ou une ORP avant l'AG de 2021, à voter en complément de la résolution 20 (qui se contente d'ouvrir la possibilité de le faire). | 16,30% |
| | 18 | Résolution proposée par le conseil d'administration, à l'instigation de la CFE-CGC Orange, afin que les collèges (cadres / non-cadres) permettant d'élire les administrateurs représentant l'ensemble des salariés reflètent la structure de composition du personnel : <i>Trois administrateurs représentant le personnel de la société et celui de ses filiales directes ou indirectes (au sens de l'article L.225-27 du code de commerce) dont le siège social est fixé sur le territoire français, issus soit du collège des ingénieurs, cadres et assimilés, soit du collège des autres salariés; la répartition des sièges par collège sera fonction de la structure du personnel telle que constatée au 1er juillet précédant la date du scrutin, avec deux représentants pour le collège représentant plus de la moitié du personnel et un représentant pour l'autre collège;</i> | 99,20% |
| 2021 | A | Association systématique d'une « AGA pour tous » aux plans d'actions de performance réservées aux mandataires sociaux et aux cadres dirigeants (LTIP), qui ont renouvelés chaque année depuis 2016, alors qu'il n'y a plus eu d'AGA pour tous depuis. | 16,51% |
| | B | Modification des statuts d'Orange pour que ses administrateurs puissent cumuler au maximum 3 mandats d'administrateurs (Orange inclus) dans des entreprises cotées (versus 4 dans le code Afep-Medef). | 13,75% |

LE RÔLE MODÉRATEUR DES PRATIQUES DE GOUVERNANCE SUR LA RELATION ENTRE PERFORMANCE ENVIRONNEMENTALE ET PERFORMANCE SOCIALE

Maria Giuseppina Bruna,

IPAG Business School, France

Email : mg.bruna@ipag.fr

Abderrahman Jahmane,

IPAG Business School, France

Email : a.jahmane@ipag.fr

Delphine Van Hoorebeke

Université de Toulon, IAE

Email: vanhoore@univ-tln.fr

RÉSUMÉ :

Bénéficiant d'un enracinement ternaire dans les théories néo-institutionnelle, de l'agence et des parties prenantes, cette étude empirique explore la relation entre performance environnementale (PE) et performance sociale (PS), en se penchant sur le rôle modérateur joué par les pratiques de gouvernance. Pour ce faire, elle mobilise des données collectées entre 2002 et 2019 auprès d'un échantillon de 29 entreprises internationales appartenant au secteur de la production d'énergie électrique. Pour la réalisation des estimations, elle fait recours à la méthode des régressions à effets

fixes en données de panel, avec trois variables de contrôle (l'âge de l'entreprise, le risque net et la performance financière mesurée par le ROE).

Les résultats révèlent un risque de concurrence entre les chantiers et priorités d'une démarche de responsabilité sociétale (RSE), prenant la forme d'une rivalité tendancielle entre les piliers social vs environnemental.

Dans un secteur tel celui énergétique où les attentes des parties prenantes en matière de responsabilité sociétale se font particulièrement ambitieuses et urgentes, les pratiques de gouvernance s'affirment comme des facteurs de mitigation des relations entre PE et PS. Elles favorisent, en effet, la conciliation, voire le rééquilibrage, des politiques de développement durable et des programmes d'action sociale des entreprises, tout en concourant à leur viabilité économique.

MOTS CLÉS :

Performance environnementale, gouvernance, performance sociale, performance financière

1. INTRODUCTION

La responsabilité sociale et environnementale (RSE) des entreprises s'affirme comme une préoccupation cruciale pour tout un éventail d'organisations soucieuses de leur efficacité opérationnelle autant que de la viabilité de leur modèle d'affaires, de leur acceptabilité sociale autant que de leur soutenabilité environnementale (Bruna, 2019, 2020 ; Radhouane et al., 2019 ; Bruna et al., 2021). Qui plus est, les firmes affichant une empreinte environnementale négative (structurelle plus que conjoncturelle) encourent des risques réputationnels majeurs, susceptibles de nuire à leur crédibilité, à leur attractivité et, *in fundo*, à leur

légitimité (Du et Vieira, 2012 ; Fernando et Lawrence, 2014 ; Chauvey et al., 2015).

Là où les matrices de matérialité reflètent, de mieux en mieux, la prégnance d'enjeux sociétaux sur la stratégie des entreprises (Terramorsi, 2019), les matrices des risques permettent, quant à elles, d'identifier, évaluer et hiérarchiser les risques reproductibles à des comportements organisationnels déviants (par rapport à l'éthique et au cadre légal, réglementaire, normatif etc.) et/ou nuisibles au regard de leurs conséquences sociales, écosystémiques et/ou environnementales. Il s'agit là d'estimer les coûts complets, en portant attention à toute une panoplie de coûts (directs, indirects, de surveillance et d'incitation, d'obligation et d'opportunité) et de sous-optimalités (organisationnelles et écosystémiques) induits par l'existence d'une empreinte sociétale négative de l'activité économique.

Générés par une déception des attentes sociales des parties prenantes et/ou par des couvertures médiatiques défavorables, y compris sur les réseaux sociaux, les risques réputationnels nuisent à l'image et à l'attractivité des entreprises et tendent à engendrer, en retour, une dégradation de leurs notations sociales et environnementales (Clarkson et al., 2011 ; Dunaway, 2015, Jahmane et al., 2021) et une perte de confiance des investisseurs (Ballinari et Mahmoud, 2021).

Or, l'étude des effets sociaux et environnementaux (autrement dit, des externalités - positives et négatives -) de l'activité économique a connu en France un regain d'intérêt au lendemain de l'entrée en vigueur en avril 2012 de l'article 225 de la loi Grenelle II, instaurant l'obligation de publier un *rapport de performance extra-financière* pour toutes les firmes cotées ainsi que pour celles dont le total du bilan ou le chiffre d'affaires et le nombre de salariés excèdent les seuils fixés par décret.

Plus récemment, l'entrée en vigueur le 10 mars 2021 du règlement européen *Disclosure* ou *SFDR (Sustainable Finance Disclosure Regulation)* a constitué un levier d'endogénéisation¹- au sens sociologique du terme - des enjeux ESG (Environnementaux Sociaux et de Gouvernance) dans les stratégies d'investissement des acteurs financiers européens.

S'inscrivant dans un arsenal de textes juridiques et réglementaires visant à mobiliser les opérateurs financiers en faveur de la transition écologique, le règlement encadre la publication d'informations afférentes à la soutenabilité environnementale dans le secteur des services financiers de l'UE. Plus précisément, il a pour ambition de présider à l'intégration (à plusieurs niveaux) des enjeux ESG dans les pratiques des acteurs européens de la finance. Il instaure notamment une obligation de transparence sur les produits financiers, les investisseurs devant tour à tour préciser les caractéristiques objectives des produits qu'ils présentent comme

1 D'acception sociologique, la notion d'endogénéisation (Lazega, 2011) désigne un processus d'internalisation de la structure sociale et/ou des cadres (moraux, juridiques, normatifs...) dominants dans un espace social donné au sein des modèles cognitifs, des matrices de choix et/ou des frameworks comportementaux des acteurs s'y référant. Cette internalisation de la structure sociale et des cadres de l'action collective (Snow, 2001) façonne mais ne détermine pas complètement les jugements de pertinence des individus. Source de co-orientation, elle favorise l'alignement, soit la convergence progressive des valeurs, des finalités et des pratiques au sein d'un champ social. Contribuant à l'internalisation des systèmes de contraintes et d'opportunités dans les schèmes de pensée et de décision des acteurs, elle favorise l'ajustement des comportements socio-organisationnels aux caractères de structure, aux traits de conjoncture et aux conduites des autres individus. Ce faisant, elle concourt à la légitimation de l'action collective, à l'homogénéisation des pratiques ainsi qu'à l'évitement, au contournement ou à l'escamotage des conflits. Empreinte de rationalité sociale (Lazega et al., 2008 ; Bruna, 2016), elle ne sert pas moins de ressort à la transformation sociale, grâce aux investissements relationnels (plus ou moins co-orientés) des acteurs.

Par extension, l'on qualifie de dynamique d'endogénéisation l'internalisation de certains processus socio-organisationnels dans une stratégie d'ordre supérieur. Il en est ainsi de l'endogénéisation du changement dans une stratégie de transformation, de l'endogénéisation d'une démarche de diversité dans la politique générale d'une organisation ou de l'endogénéisation de la RSE dans la mission ou la raison d'être d'une entreprise (voire Bruna et al., 2018). Dans le cas présent, l'endogénéisation d'une démarche RSE marque son intégration progressive à la fois dans la stratégie de l'entreprise et dans la régularité de ses pratiques (Bruna, 2016 ; 2022). Elle est un signal de maturation organisationnelle mais n'est pas synonyme d'achèvement de l'action sociale de l'entreprise (l'horizon de la responsabilité complète était asymptotique et donc proprement inatteignable) ni même l'atteinte d'un état stationnaire (incompatible avec l'évolutivité permanente des sociétés post-modernes ; Bruna, 2022). Le concept d'endogénéisation ne doit pas être mélangé avec la notion d'endogénéité statistique, par ailleurs mobilisée dans l'article.

durables, expliquer la manière dont sont intégrés les critères et risques de durabilité dans leurs décisions d'investissement et rendre compte des impacts négatifs éventuels de leurs choix. Ce faisant, le règlement encadre la conformité et l'alignement des opérateurs financiers européens aux obligations de transparence tout autant qu'il concourt à l'optimisation de leurs pratiques, par l'amélioration des systèmes de gestion des risques et des modèles de projection qu'il entraîne. Ainsi s'affirme-t-il comme l'une des pièces maîtresses de la transition vers une économie durable au sein de l'Union.

Se positionnant à la frontière labile de l'éthique et de l'intérêt, de l'obligatoire et du volontaire, du nécessaire et du discrétionnaire, l'engagement environnemental des entreprises a fait l'objet de nombreux travaux, appelés à en étudier les conséquences socio-organisationnelles et les effets sur la viabilité économique des firmes. Ainsi pléthore de recherches se sont-elles penchées sur les impacts de la divulgation environnementale sur les performances sociale et financière des entreprises (Nekhili et al., 2017a, 2017b ; Radhouane et al., 2019 ; Boukadhaba et al., 2020).

Cependant, force est de constater que la plupart des études empiriques manquent de robustesse, ce qui résulte, comme l'ont observé Jahmane et Gaies (2020), Bruna et Ben Lahouel (2021) et Jahmane et al. (2021) d'incongruences théoriques, de divergences dans la définition, la métrique et l'instrumentation technique des variables (hétérogénéité des indicateurs et systèmes d'évaluation de la PSE, incohérence des sources, etc.) et/ou de faiblesses méthodologiques (ex. : présence de biais d'échantillonnage, de sélection et d'agrégation, non-contrôle de l'endogénéité, etc.)².

2 La littérature sur le sujet est abondante : Pava et Krausz (1996), Frooman (1997), Griffin et Mahon (1997), McWilliams et Siegel (1997), Margolis et Walsh (2003).

Qui plus est, la mesure même de la performance sociétale des entreprises ne fait pas consensus. Et ce, car elle repose sur des méthodes loin d'être exemptes de critiques, en ce qu'elles demeurent : agrégatives (des sources, des pratiques et des piliers de la RSE), compensatrices (*best practices* vs comportements organisationnels irresponsables) et illustratives (soit fréquemment entachées d'une non-exhaustivité des sources d'information et, parfois, d'une non-représentativité des exemples exploités dans les rapports de performance extra-financière). Or, lesdits systèmes métriques voient leur crédibilité scientifique remise en cause par une quadruple tendance à :

- la segmentation des pratiques sociétales, ce qui induit une *logique de silos* incompatible avec une appréhension stratégique et holistique de la RSE. Une telle approche se révèle inapte à cerner les interdépendances entre piliers et chantiers d'engagement sociétal et, subséquemment, à apprécier finement les effets d'entraînement et les impacts transformationnels d'une démarche intégrée de RSE,
- l'agrégation de grandeurs hétérogènes en nature avec, en corollaire, une pratique plus que discutable de la compensation (conférant aux indicateurs synthétiques ainsi construits une représentativité ou, du moins, une capacité descriptive toute relative) ;
- la surévaluation des critères environnementaux aux dépens de ceux relevant de la politique sociale de l'entreprise, de ses pratiques de GRH, de management des équipes diverses et de gouvernance, traduisant ainsi un décentrage de l'interne vers l'externe, et un déséquilibre dans l'identification et le sous-pesage des parties prenantes prioritaires (Bruna, 2019, 2020, 2022). Ainsi, « *les systèmes de mesure de la performance sociale de l'entreprise (KLD, Innovest, Ethibel, BITC, Arese/Vigéo...)* se focalisent[-ils] sur les critères sociétaux et environnementaux et

mesurent[-ils] la qualité des actions de RSE en réduisant le poids des critères de gestion des ressources humaines » (Allouche et Laroche, 2005, p. 9) :

- la réduction de la performance environnementale, notion holistique et multifactorielle s'il en est (Turki, 2009), à une grandeur mesurable (ou approchable de manière approximée) par le truchement de quelques indicateurs d'efficacité opérationnelle (usage des ressources naturelles, consommation d'énergie et d'eau) et d'un nombre réduit d'indicateurs d'externalités négatives comme les émissions polluantes rejetées dans l'air, le sol et l'eau ainsi que la génération de déchets. Et ce, alors même que la performance environnementale mériterait d'être appréciée au regard d'un système de management environnemental (SME) visant la maîtrise par l'entreprise de ses impacts environnementaux, tels que vécus, perçus et formulés par ses parties prenantes (Klassen et Whybark, 1999; Yu et al., 2009).

Au regard des biais et des failles ayant entaché les études empiriques précédentes, la relation entre les trois briques de la performance - sociale, environnementale et financière - demeure une boîte noire (Russo et Fouts, 1997 ; Montabon et al. 2007 ; Chebbi et Chakroun, 2020). Nombre d'études empiriques ayant tenté de cerner les impacts socio-économiques des politiques de développement durable ont obtenu des résultats incertains, contrastés et, entre eux, contradictoires. (Yu et al., 2009 ; Radhouane et al., 2019 ; Boukadhaba et al., 2020). Cela a nui à leur portée scientifique autant qu'à la praticabilité de leurs recommandations managériales (Bruna & Ben Lahouel, 2021), alors même que, face au changement climatique, l'optimisation de l'impact environnemental des entreprises (minimisation de leurs conséquences négatives, et maximisation de leurs incidences positives/désirables) s'affirme comme l'une des préoccupations

majeures des décideurs (publics et privés) et des acteurs financiers (investisseurs, actionnaires, analystes, etc.) (Radhouane et al., 2019).

Thématique à l'agenda politique autant qu'au menu des conseils d'administration, l'impact de la performance environnementale sur les performances respectivement sociale et économique de l'entreprise mérite, à notre sens, que l'on explore les rapports de force et les jeux d'acteurs entourant l'affirmation d'intention, la décision d'action et la mise en opérations d'une démarche de responsabilité sociétale au travail. Quelle est l'incidence d'une gouvernance responsable (soit d'administrateurs tout à la fois soucieux des enjeux RSE et dont les pratiques sont alignées avec ceux-ci) dans la détermination d'opportunité (ou de nécessité), l'évaluation de pertinence et acceptabilité, la mise en œuvre et finalement, la viabilité d'une démarche d'engagement social et environnemental au travail ?

Comme le rappellent Krafft et al. (2011), bien des recherches ont proposé des scores permettant d'évaluer la qualité et l'efficacité des pratiques de gouvernance et d'apprécier leurs incidences sur la performance des firmes et/ou des marchés financiers. Néanmoins, rares ont été les études ayant exploré l'effet des pratiques de gouvernance sur la performance environnementale des organisations. C'est pourquoi, bénéficiant des éclairages des théories des parties prenantes (Berle et Means, 1932 ; Freeman 1984 ; Hill et Jones 1992), de l'agence (Jensen et Meckling, 1976) ainsi que néo-institutionnelle (Meyer et Rowan, 1977 ; DiMaggio et Powell, 1983 ; Suchman, 1995), cet article empirique se propose d'explorer la relation entre performance environnementale (PE) et performance sociale (PS), en questionnant le rôle modérateur joué par les pratiques de gouvernance.

Des observations réalisées entre 2002 et 2019 se rapportant aux pratiques sociales, environnementales et de gouvernance d'un échantillon de 29 grandes entreprises internationales

appartenant au secteur de la production d'énergie électrique ont été sélectionnées pour servir de support empirique à la présente étude. Pour la réalisation des estimations, la méthode de régression à effets fixes en données de panel avec trois variables de contrôle (l'âge de l'entreprise, le risque net et la performance financière mesurée par le ROE) a été employée.

Les résultats saillants de notre étude révèlent un risque de concurrence entre chantiers et priorités d'une démarche RSE, plus précisément, entre les piliers social et environnemental. Des pratiques de gouvernance responsable s'affirment comme un facteur de mitigation des relations PE-PS, de par leurs contributions à une meilleure régulation du champ d'action sociétale de l'entreprise et, plus largement, de ses propres mécanismes de fonctionnement. Elles favorisent, en effet, la conciliation des politiques de développement durable et des programmes d'action sociale, tout en concourant à la viabilité économique des entreprises.

2 . CADRE CONCEPTUEL ET THÉORIQUE

2.1 De la RSE à la mesure de la performance sociétale de l'entreprise

Intitulée « *Lignes directrices à la responsabilité sociale* », la norme ISO 26000 entend fixer, au-delà même des entreprises, le rôle et la place de toute organisation au sein de la société (Igalens, 2010). A cet égard, elle pose la double problématique du positionnement écosystémique de l'organisation et de son alignement stratégique, d'une part, et de sa responsabilité, voire de sa redevabilité, envers son réseau de parties prenantes, de l'autre.

Publiée en 2010, la norme ISO 26000 définit la RSE comme « *la responsabilité d'une organisation vis-à-vis des impacts de ses décisions et activités sur la société et sur l'environnement, se traduisant par un comportement éthique et transparent qui contribue au développement durable, y compris à la santé et au bien-être de la société, prend en compte les attentes des parties prenantes, respecte les lois en vigueur et qui est compatible avec les normes internationales, est intégré dans l'ensemble de l'organisation et mis en œuvre dans ses relations* ».

Notion ambiguë et ambivalente, contingente et sujette à interprétations (Janicot, 2007), la RSE n'en demeure pas moins un concept-charnière pour apprécier la socio- et l'éco- efficacité des entreprises, leur engagement social et leur incidence environnementale.

Clé d'alignement stratégique, la mise en opérations d'une démarche de RSE suit, séquentiellement, la formulation d'une promesse d'engagement RSE, puis sa traduction en programmes et process organisationnels. Elle requiert un déploiement piloté, outillé et monitoré de la démarche dans des chantiers clairement identifiés. Selon Lapenu (2003)³, ceux-ci se rapportent prioritairement aux domaines suivants :

- Éthique de l'activité : arrangements contractuels, pratiques équitables avec les fournisseurs et les clients, politique des entreprises dans la sélection des fournisseurs, etc.
- Initiative locale : implication dans les communautés locales, renforcement des relations et communications, contribution à l'économie locale, effort vers l'enrichissement et l'accroissement

³ Cécile Lapenu Indicateurs de performances sociales – État des lieux pour (Espacefinance) BIM n°4 novembre 2003 : <http://microfinancement.cirad.fr/fr/news/bim/Bim-2003/BIM-04-11-03.pdf>.

des capacités locales, etc.

- Environnement : protection des ressources naturelles, santé humaine, etc.
- Gouvernance : démocratie, transparence, lutte contre la corruption, etc.
- Droits de l'homme : travail des enfants, travail forcé, discrimination, liberté d'association ;
- Lieu de travail : salaires et bénéfices, éducation et formation, temps de travail, santé et sécurité, précarité du travail, etc.
- Implication de l'entreprise : dons, programmes de subvention et de mécénat, etc.
- Impact social des produits: contribution des produits et des services au bien-être social et à l'équité.

Or, dans une perspective *triple bottom line*, l'adoption d'un comportement de responsabilité sociale revient à accroître l'efficacité (sociale, environnementale mais aussi opérationnelle) de l'entreprise, à maximiser l'atteinte de ses objectifs économiques (appréciés en termes de création de valeur, de profit dégagé, de rentabilité pour les actionnaires) mais aussi à optimiser sa participation écosystémique et son empreinte sociétale.

C'est pourquoi mesurer la performance sociétale d'une entreprise (PSE) revient à apprécier la socio- et l'éco-efficacité de ses activités et à en estimer les effets multiples et multiniveaux sur l'écosystème. Autrement dit, à évaluer « *l'interaction sous-jacente entre les principes de responsabilité sociétale, le processus de réceptivité sociétale et les politiques mises en œuvre pour faire face aux problèmes sociaux* » (Wartick et Cochran, 1985, p.762). La PSE apparaît ainsi comme le fruit d'une opérationnalisation organisationnelle des principes de l'Éthique des Affaires et de la Responsabilité Sociale et Environnementale.

2.2 De la notion et de la mesure de la performance environnementale

Au chapitre des composantes (ou des piliers) d'une démarche de responsabilité sociétale, les enjeux environnementaux revêtent une importance primordiale. Leur prise en compte, puis leur endogénéisation dans la stratégie générale des entreprises se placent au cœur de leur performance environnementale.

Tout à la fois démarche de repositionnement écosystémique, mécanisme d'alignement éthique et stratégique et levier de transformation organisationnelle, la mise en place d'une politique de développement durable requiert une analyse croisée des risques et des opportunités, des coûts et des avantages, qui conduit tour à tour à :

- identifier les surcoûts (ou autres désutilités) engendrés ou, *a contrario*, évités par la mise en place d'une politique de développement durable,
- cerner, anticiper et maîtriser (au sens d'éviter, contenir et, si possible, annihiler) les externalités négatives de l'activité économique sur la nature et le climat,
- mesurer les avantages concurrentiels et, subséquemment, les opportunités d'affaires engendrés par l'engagement écologique d'une entreprise (en termes d'optimisation du système productif et d'éco-efficience, en termes d'image de marque, de marque employeur, de réputation et d'attractivité pour la clientèle et les investisseurs...).

Composante de la PSE, la performance environnementale (PE) peut être analysée, soulignent Henri et Giasson (2006), au regard de quatre dimensions : l'amélioration des produits et processus ; les relations avec les parties prenantes ; la conformité réglementaire et les impacts financiers ; les impacts environnementaux et l'image de l'entreprise. Cependant, Caron et al. (2007) ont relevé

plusieurs limites à cette approche, considérant que le rôle des parties prenantes y a été sous-estimé et que la qualité globale de la performance environnementale y a été quelque peu occultée (Renaud, 2009).

En parallèle, Janicot (2007) a proposé une approche composite dans laquelle coexistent deux logiques concurrentes de représentation de la performance environnementale. Lesdites logiques renvoient à une succession de choix raisonnés effectués par les dirigeants en interaction avec leurs *stakeholders* dans un contexte de recherche de légitimité. Comme le souligne Renaud (2009), la première logique poursuit en priorité le contrôle de la performance pour un usage interne ; elle correspond aux paradigmes suchmaniens de la légitimité morale et pragmatique (Suchman, 1995 ; voir aussi Bruna, Chanlat & Chauvet, 2017). Dans cette perspective, la recherche de performance environnementale correspond tant à une recherche de *compliance* & *d'accountability* qu'à une quête d'avantages concurrentiels durables. L'obtention de labellisations ou certifications environnementales agirait, à cet égard, comme un facteur de différenciation verticale (Ambec & Lanoie, 2009, p.75) et comme un signal envoyé à l'écosystème (clients et commanditaires, actionnaires et financeurs, sous-traitants, pouvoirs publics...). La seconde logique renvoie, quant à elle, à la capacité de l'entreprise à satisfaire aux demandes externes. Cette dernière s'inscrit dans une quête de légitimité symbolique (au sens de Suchman, 1995), visant à satisfaire les attentes des parties prenantes, et, subséquentement, à produire des images de conformité aux valeurs de la société. A cet égard, comme le rappellent Radhouane et al. (2019, p.39), « *communiquer sur l'engagement environnemental est devenu une politique largement partagée par toutes les grandes entreprises, tout particulièrement celles qui souffrent d'une image négative de « pollueur* » ».

Dans ce cadre, la réalisation d'audits sociaux et environnementaux

participe à l'évaluation, systèmes d'indicateurs (qualitatifs et quantitatifs) à la clé, de l'efficience socio-organisationnelle et environnementale d'une entreprise. Cependant, ils ne permettent pas, à eux seuls, d'étudier les dynamiques d'enchâssement, de concurrence, de conciliation et/ou d'entraînement entre les trois piliers de la RSE. C'est pourquoi il demeure utile d'interroger les rapports de force, les relations de pouvoir et les jeux d'acteurs entourant la détermination d'opportunité, l'évaluation de pertinence, de praticabilité et d'acceptabilité, la mise en opération et finalement, la viabilité d'une démarche de RSE au travail. D'où l'intérêt de se pencher, spécifiquement, sur le rôle joué par les pratiques de gouvernance.

2.3 De l'identification des parties prenantes à la gouvernance de l'entreprise

La théorie des parties prenantes - TPP - (Berle et Means, 1932 ; Freeman 1984 ; Hill et Jones 1992 ; Peretti et Igalens, 2016 ; Bruna, 2020) s'affirme comme un cadre théorique particulièrement pertinent pour questionner le rôle de la gouvernance dans la décision d'entreprendre et mettre en œuvre une politique de développement durable. Freeman (1984, p. 46) qualifie de partie prenante : « *tout individu ou tout groupe d'individus qui peut affecter ou être affecté par la réalisation des objectifs organisationnels* ». Ainsi, suivant Bruna (2020, p. 76), « *lorsque l'on adopte une telle focale, les parties prenantes se révèlent tour à tour sources d'influence, de contraintes et d'opportunités pour l'entreprise, bénéficiaires de ses activités ou victimes de ses externalités* ». L'opérationnalisation de la notion de partie prenante invite, néanmoins, à embrasser une définition du *stakeholder* plus restrictive, au regard de trois facteurs clés : « *1) l'existence objective d'une interaction entre la partie prenante et l'entreprise ; 2) l'existence d'un intérêt (réel, présumé ou potentiel) pour l'activité de la firme et ses conséquences, 3) son autonomie (relative) vis-à-vis de l'entreprise* » (Bruna, 2020, p.77).

Or, la théorie des parties prenantes - TPP - (dans son acception instrumentale) propose d'élargir la vision contractuelle de la firme en la présentant comme un nœud de contrats entre le dirigeant et les parties prenantes (Hill et Jones, 1992). Si l'on suit Hill et Jones (1992), la TPP peut s'apparenter à une théorie de l'agence généralisée dans laquelle le dirigeant devient l'agent d'un ensemble de principaux, en l'occurrence les actionnaires et d'autres parties prenantes. Dans une telle conception, c'est par la mise en œuvre d'une démarche de responsabilité sociale de l'entreprise (RSE) que le dirigeant parvient à réconcilier des intérêts multiples, contradictoires et, le plus souvent, concurrents (Gill, 2006), par le truchement d'une démarche (processuelle et progressive) de *régulation plurielle* (Bruna, 2021). « *Extension du modèle de la régulation conjointe cher à Reynaud (1997) dans un contexte post-moderne où sévissent les risques pléistocratiques, la régulation plurielle se doit d'être pensée comme un nouveau modèle de délibération (publique et organisationnelle), attentif aux voix multiples des parties prenantes mais toujours soucieuse du Bien Commun (éthique de la discussion ; Habermas, 1987). Autrement dit, comme une démarche participative soucieuse des besoins et attentes hétérogènes des stakeholders, mais entièrement rivée vers l'intérêt général* » (Bruna, 2021, p.119). Ce n'est qu'à ces conditions que pourra émerger une entreprise alignée, régulée et efficiente, dans laquelle l'opérationnalisation de l'éthique des affaires, l'engagement social et le développement durable ne se réduiraient pas à des déclarations incantatoires mais constitueraient tout à la fois le vecteur et le produit d'une politique générale ambitieuse (Martinet, 2008).

En légitimant les intérêts pluriels, évolutifs et, le plus souvent, divergents des parties prenantes, cette théorie a contribué à l'élargissement du périmètre de responsabilité de l'entreprise et, subséquemment, au renforcement de ses obligations de *reporting extra-financier*. Et cela, en vue de prendre en compte (ou, plutôt,

de *donner à voir* la prise en compte) des attentes sociales d'une pluralité d'acteurs concernés, allant au-delà des actionnaires, tels les collaborateurs, les pouvoirs publics, les ONG, les clients ou les fournisseurs... (Naszályi et Slama-Royer, 2016 ; Bruna et Nicolò, 2020).

Or, un tel cadre d'analyse s'accorde avec une conception stratégique et élargie (au sens de pluraliste et plurielle) de la gouvernance (ici appréciée tout à la fois comme un laboratoire, un organe-charnière et un promoteur de régulation sociale). Il s'agit là de confronter les dirigeants avec des parties prenantes, dont les attentes (souvent légitimes) présentent une grande hétérogénéité. « *Or, face à l'inflation et à l'éclatement des stakeholders qui émaillent nos entreprises post-modernes, la capacité à faire valoir une communauté d'intérêt (autrement dit, à incarner une conscience collective [et à participer activement aux jeux régulatoires]) devient [...] un critère d'identification des parties prenantes aussi signifiant que le pouvoir dont elles disposent, la légitimité de leurs revendications ou le niveau d'urgence de leurs demandes (Mitchell et al., 1997). Leur centralité dans le champ et, conséquemment, leur capacité d'influence stratégique (qui demeure subséquente à la position structurale qu'elles occupent, Lazega, 2012, 2016) et leur potentiel de mobilisation sociale (Rowley et Moldoveanu, 2003) constituent d'autres critères de 'hiérarchisation' des parties prenantes* » (Bruna, 2020, p.78).

C'est pourquoi les instances de gouvernance, en tant que lieux de pouvoir, espaces de délibération et réceptacles d'une diversité croissante de parties prenantes, sont appelées à jouer un rôle pivot dans les *boucles négociatoires* et les *processus régulatoires* sous-tendant le fonctionnement d'entreprises responsables, soucieuses de leurs effets écosystémiques aussi bien que de l'entretien de leur pacte social (Bruna, 2020, 2022).

A cet égard, la théorie des parties prenantes rejoint une approche de la gouvernance de nature partenariale ; celle-ci propose une revalorisation du rôle des parties prenantes dans la création et le partage de la valeur ajoutée. Associée à la notion de « *valeur partenariale* » (De la Rochefoucauld et al., 2020 : 182), elle promeut un dialogue renouvelé avec les parties prenantes prioritaires et prône une *perspective partenariale (stakeholder value)* qui invite à prendre en compte les intérêts (multiples et divergents) des parties prenantes (Persais, 2013, p. 70 ; Bruna, 2020)⁴.

S'opposant au *courant actionnarial* qui appréhende la *gouvernance pour l'actionnaire* comme modèle de référence (*shareholder value*, Jensen, 2002), elle poursuit une réduction des coûts d'agence (Ledoux et al., 2020) par un renforcement du *shareholders' dialogue*, soit la réduction de « *l'asymétrie de position entre actionnaires et managers et [une meilleure régulation de...] leurs relations* » (De la Rochefoucauld et al., 2020, p.181)⁵. Acteurs-pivots de régulation sociale au travail, les organes de gouvernance se retrouvent, ainsi, au cœur d'un « *débat plus général sur les évolutions du capitalisme* » (Persais, 2013, p.70).

3. MODÈLES DE RECHERCHE ET ÉCHANTILLON

Notre revue de littérature laisse transparaître un manque de consensus quant au sens et à la significativité de la relation entre performance environnementale (PE) et la performance sociale (PS). C'est pourquoi l'objectif de cet article empirique est non seulement

4 Poissonnier (2017) recommande d'étudier les « deux types de canaux contribuant à la transmission des pressions issues de la gouvernance au fonctionnement de l'entreprise. L'émergence de la valeur actionnariale comme critère de performance privilégié, ainsi que les évaluations des entreprises par des ONG structurent le contrôle organisationnel en jouant à la fois sur les stratégies et sur la nécessité pour les entreprises de se rendre "auditables" » (p. 32).

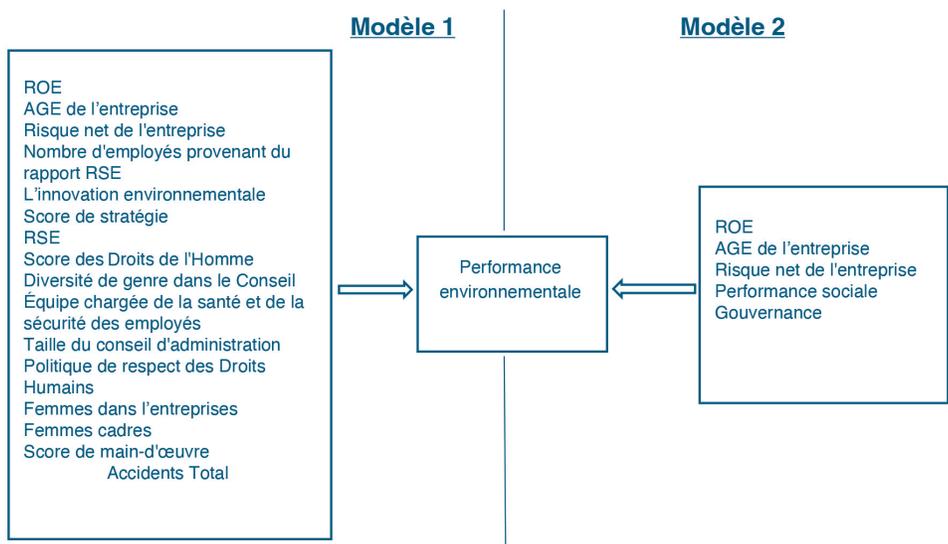
5 Les théories de la gouvernance (Clarke, 1998, 2004; Lorsch, 2012, Larcker et al., 2007 ; Jo et al., 2016 ; De la Rochefoucauld et al., 2020) ont progressé dans deux orientations complémentaires : le courant actionnarial qui reste dominant et s'enracine dans la théorie de l'agence (Ledoux et al., 2020) et le courant partenarial qui progresse (Persais, 2013).

de tester cette relation, mais aussi d'explorer le rôle modérateur joué par les pratiques de gouvernance, vues comme leviers (ou modérateurs) éventuels de performance.

3.1 Modèles de recherche

Pour définir notre modèle de recherche, nous nous sommes inspirés d'une kyrielle d'études antérieures tels que les travaux d'Angle et Perry, (1983) ; Barney, (1997) ; Roberts et Dowling, (2002) ; Pelozo, (2006) ; Seo et al., (2015) ; Ding et al., (2016) ; Yang et Baasandorj, (2017) et Jahmane et Gaies (2020).

Nous en avons tiré deux modèles :



Les principales variables mobilisées dans notre modèle sont présentées dans le tableau suivant :

Tableau 1 : La liste des variables

| | | |
|--|---------|--|
| Score du pilier Gouvernance (<i>Governance Pillar Score</i>) | GPS | Score calculé selon la moyenne pondérée des indicateurs de gouvernance communiqués et des scores obtenus dans les trois catégories de gouvernance qui en résultent. |
| Accidents Total (<i>Accidents Total</i>) | ACCT | Nombre de blessures et d'accidents mortels subis par les employés pendant leur temps de travail. |
| Diversité de genre dans le Conseil (<i>Board gender diversity, Percent</i>) | BGD | Pourcentage de femmes membres du Conseil d'Administration |
| Taille du conseil d'administration (<i>Board size</i>) | BS | Nombre total de membres du conseil d'administration en fin d'année fiscale |
| Score de stratégie RSE (<i>CSR Strategy Service</i>) | CSRS | Ce score reflète les pratiques communicationnelles de l'entreprise en matière d'intégration des dimensions économiques (financières), sociales et environnementales dans son processus de prise de décision au quotidien. |
| Satisfaction des employés (<i>Employee Satisfaction</i>) | EMS | Taux (exprimé en pourcentage) de satisfaction des employés rapporté par l'entreprise : - Pourcentage global des employés satisfaits, - Indice de satisfaction des employés, - Si la base ou l'indice est disponible, alors le pourcentage de satisfaction des employés = unité de satisfaction des employés/valeur de base*100 |
| Équipe chargée de la santé et de la sécurité des employés (<i>Employees Health & Safety Team</i>) | EHST | Existence d'une politique visant à améliorer la santé et la sécurité des employés au sein de l'entreprise et de sa chaîne d'approvisionnement portée par une équipe dédiée (1 OUI, 0 NON). |
| Le score d' innovation environnementale (<i>Environment Innovation Score</i>) | EIS | Capacité d'une entreprise à réduire les coûts et les charges environnementales pour ses clients ainsi qu'à créer de nouvelles opportunités d'affaires grâce à de nouvelles technologies, à de nouveaux processus environnementaux ou à des produits éco-conçus. |
| Politique de respect des Droits Humains (<i>Human Rights Policy</i>) | HRP | Existence d'une politique d'entreprise visant à exclure le travail des enfants, à interdire le travail forcé ou obligatoire, à garantir la liberté d'association (0/1) (Lapenu, 2003). |
| Score des Droits de l'Homme (<i>Human Right Score</i>) | HRS | Mesure de l'efficacité de l'entreprise à respecter les conventions fondamentales en matière de Droits de l'Homme. Ce score embrasse de nombreuses dimensions, dont le respect des droits fondamentaux et de la liberté d'association, l'interdiction du travail des enfants, du travail forcé, des discriminations (voir Lapenu, 2003). |
| Nombre d'employés provenant du rapport RSE (<i>Number of Employees from CSR reporting</i>) | NECSR R | Nombre d'employés déclarés dans le Rapport RSE : - il inclut tous les types d'emploi tels que les employés à temps partiel et à temps plein. - les informations sont considérées comme provenant d'un rapport annuel lorsqu'elles figurent dans une section sur la durabilité ou dans la section sur la durabilité du site web de l'entreprise |
| Femmes dans les entreprises (<i>Women employee</i>) | WE | Nombre des femmes dans l'entreprise (Lapenu, 2003 ; Allouche et Laroche, 2005 ; Balabanis, Phillips et Lyall, 1998) |
| Femmes cadres (<i>Women manager</i>) | WM | Nombre des femmes cadres dans l'entreprise (voir Lapenu, 2003 ; Allouche et Laroche ; 2005 ; Balabanis, Phillips et Lyall, 1998) |
| Score de main-d'œuvre (<i>Workforce Score</i>) | WFS | Mesure l'efficacité d'une entreprise en matière de satisfaction des salariés, de santé et de sécurité sur le lieu de travail, de maintien de la diversité et de l'égalité des chances et d'opportunités de développement offertes aux salariés (Balabanis, Phillips, Lyall, 1998 ; Lapenu, 2003 ; Allouche et Laroche, 2005). |

| | | |
|---|-----|--|
| ROE | ROE | $ROE = \text{net income}(t) / \text{shareholders' equity for the year}(t-1)$ Le ROE est utilisé comme variable de contrôle pour identifier le lien entre la RSE et une variable de marché (Yang et Baasandorj, 2017 ; Jahmane et Gaies 2020). Il est déterminé à partir de conventions et de règles comptables auxquelles les entreprises sont soumises, dont certaines peuvent être avantageusement interprétées par le manager (Barney 1997). |
| Risque net de l'entreprise | NFR | Actif total / (DETTE NETTE*1000) |
| Score du pilier social (Social Pillar Score) | SPS | Nombre (entre 0 et 100) calculé selon la moyenne pondérée des informations sociales communiquées et des scores obtenus dans les quatre catégories de gouvernance qui en résultent |
| AGE | AGE | Une entreprise plus jeune est réputée privilégier les activités participant directement à la performance financière à celles concourant à la performance sociale (Peloza, 2006 ; Kim et al., 2014 ; Seo et al. 2015 ; Yang et Baasandorj, 2017). |
| Score du pilier Environnemental (Environment Pillar Score) | EPS | Note relative calculée comme la moyenne pondérée des informations environnementales communiquées et des notes obtenues dans les trois catégories environnementales. |

Le modèle n°1 repose sur l'hypothèse 1, selon laquelle il existe une relation positive entre la performance sociale (mesurée par toutes les variables explicatives) et la performance environnementale (appréciée au travers d'un score synthétique), compte-tenu de trois variables de contrôle retenues (âge, risque net, ROE).

Le second modèle, issu de l'hypothèse 2, intègre la variable gouvernance en modératrice pour tester l'impact de la performance sociale sur la performance environnementale compte tenu des variables de contrôle.

Les formalisations mathématiques des modèles de recherche sont les suivantes :

Modèle 1 : $EPS_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{ Age}_{E_{it}} + \beta_2 \text{ ROE}_{E_{it}} + \beta_3 \text{ NFR}_{E_{it}} + \beta_4 \text{ CSRS}_{E_{it}} + \beta_5 \text{ BS}_{E_{it}} + \beta_6 \text{ ACCT}_{E_{it}} + \beta_7 \text{ EMS}_{E_{it}} + \beta_8 \text{ EIS}_{E_{it}} + \beta_9 \text{ EHST}_{E_{it}} + \beta_{10} \text{ CSRS}_{E_{it}} + \beta_{11} \text{ NECSR}_{E_{it}} + \dots + \varepsilon'_{it}$

Modèle 2 : $EPS_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{ Age}_{E_{it}} + \beta_2 \text{ ROE}_{E_{it}} + \beta_3 \text{ NFR}_{E_{it}} + \beta_4 \text{ GPS}_{E_{it}} + \beta_5 \text{ SPS}_{E_{it}} + \varepsilon'_{it}$

3.2 Collecte des données

Dans le cadre de la présente étude, nous avons extrait de la base de données Thomson Reuters Datastream les scores (exprimés *via* une notation allant de zéro - très médiocre - à 100 - très satisfaisant -)⁶ relatifs aux variables (explicatives et à expliquer) présentes dans nos modèles. Thomson Reuters ASSET4 ESG évalue un univers d'entreprises pour lesquelles il a été possible de collecter des données (objectivées et traçables) en matière de gouvernance et d'engagement social et environnemental, et pour lesquelles des scores ESG ont pu être calculés. Cette base de données dénombre plus de 6 000 entreprises de par le monde. Nombre de travaux antécédents ont fait usage des mêmes indicateurs, dont Kim et al. (2014), Seo & al. (2015) et Jahmane & Gaies (2020).

3.3 Échantillon et mode d'analyse des données

Les entreprises du secteur de la production d'électricité dans le monde sont appelées, de par la centralité de leur mission, à rechercher une forme d'exemplarité. Pour ce faire, le déploiement de programmes de RSE s'impose et nécessite de différents types de management (le management stratégique, le management des risques et le management du changement) (Arjaliès et Mundy 2013 ; Jahmane et Gaies 2020). Pour notre étude, seules les données de 29 entreprises internationales appartenant au secteur de la production d'énergie électrique sont exploitables. Malgré cela, notre échantillon demeure représentatif (Arjaliès et Mundy, 2013).

La méthode de régression à effets fixes en données de panel a été mobilisée (Zhihong et Joseph, 2017 ; Chung-Jen Chena et

⁶ https://www.esade.edu/itemsweb/biblioteca/bbdd/inbdd/archivos/Thomson_Reuters_ESG_Scores.pdf

al., 2018; Jahmane et Gaies, 2020). Un échantillon de données de panel est défini comme une enquête où l'on mesure des indicateurs similaires sur le même échantillon à des dates différentes (sur une période) (Duncan et Kalton, 1987).

4. RÉSULTATS EMPIRIQUES : PRÉSENTATION ET DISCUSSION

4.1 Les statistiques descriptives

Le Tableau 2 ci-dessous présente les statistiques descriptives des variables utilisées dans nos modèles ; les écarts-types (*Std. Dev.*) des variables dépendantes ne dépassent pas le double de leur moyenne (*mean*), ce qui indique une relative homogénéité des observations effectuées auprès des entreprises de notre échantillon, notamment pour les variables *ROE*, *Age*, *Social Pillar scores*, *Gouvernance Pillar scores*....

Tableau 2 : Les statistiques descriptives

| Variable | Obs | Mean | Std. Dev. | Min | Max |
|--------------|-----|----------|-----------|-----------|----------|
| EnvirScore | 462 | 57.37528 | 26.59046 | 0 | 98.17 |
| Governance | 462 | 61.90271 | 19.26657 | 7.86 | 97.25 |
| ROE | 517 | 8.826074 | 17.12034 | -179.67 | 84.79 |
| NetFirmRisk | 462 | 1.764544 | 7.590003 | -.2428556 | 70.02106 |
| SocialPille | 409 | 58.60822 | 20.38645 | 12.43 | 95.09 |
| AGE | 504 | 49.85714 | 40.97882 | 0 | 133 |
| EnvirnScore | 462 | 45.58933 | 36.0531 | 0 | 99.71 |
| WorkforceSe | 462 | 66.14626 | 26.55328 | .54 | 99.81 |
| AccidentsTI | 162 | 216.2531 | 276.3847 | 5 | 1243 |
| Broadgendet | 448 | 17.28491 | 12.12523 | 0 | 54.17 |
| Boardsize | 460 | 13.27174 | 4.438157 | 1 | 37 |
| CSRStrategie | 462 | 61.89113 | 30.45737 | 0 | 98.31 |
| EmplyeeSatin | 75 | 74.2204 | 8.758614 | 47 | 91 |
| EmployeesHum | 462 | .6471861 | .4783634 | 0 | 1 |
| HumanRighty | 452 | .579646 | .4941627 | 0 | 1 |
| Humainrigte | 462 | 34.22238 | 36.6728 | 0 | 99.07 |
| NumberofEmp | 287 | 38882.03 | 47352.93 | 1033 | 219330 |
| Womenemploie | 317 | 22.79798 | 6.426712 | 10.3 | 42 |
| Womenmanage | 254 | 20.35161 | 9.046465 | 0 | 50 |

4.2 *Présentation des résultats du modèle n°1 [lien entre les performances sociale et environnementale]*

Le modèle n°1 se propose de tester la relation entre la performance sociale (mesurée par toutes les variables explicatives) et la performance environnementale des firmes de notre échantillon.

Pour justifier le choix de notre méthode de régression à effets fixes en données de panel (Jahmane et Gaies 2020), il est primordial d'effectuer le test de spécification de Hausman pour choisir le modèle le plus approprié (à effets fixes ou à effets aléatoires). Le tableau n°3 (figurant en annexe) en présente les résultats-clés. Dans le cadre de l'économétrie en données de panel et suivant les résultats du test de spécification de Hausman, le modèle à effets fixes se révèle le plus approprié au cas d'espèce (Kpodar, 2005).

Le tableau n°4 synthétise les résultats des régressions en panel à effets fixes du modèle n°1. Ces derniers révèlent l'existence d'un lien positif et significatif entre la performance environnementale (*EPS*) et les principaux scores d'effectivité de la stratégie RSE (*CSR Strategy Service*) et d'innovativité de l'action environnementale de la firme (*Environment Innovation Score*). Ce résultat attendu (et théoriquement fondé) dévoile une progressive endogénéisation de la démarche *développement durable* dans la stratégie sociétale et, plus largement, dans la politique générale de l'entreprise.

Comme on le soulignera par la suite, cela reflète un effet de maturité relative de la démarche d'engagement sociétal de la firme, sous-tendu par des dynamiques convergentes (bien que progressives, récursives et consubstantiellement inachevées) de régulation sociale et d'apprentissage (collectif et organisationnel) demeurant sous-jacentes au changement RSE en entreprise (Bruna, 2016 a, b).

L'alignement entre engagement sociétal global de l'organisation et

programmes de développement durable ou, plutôt l'encastrement des seconds dans le premier sont confortés par l'existence d'une relation positive et significative entre les indicateurs relatifs au respect des Droits de l'Homme, à la satisfaction des salariés et à la féminisation des équipes. Or, cette dernière est tout à la fois le produit d'une démarche de conformité aux droits fondamentaux ainsi qu'au principe de non-discrimination et un facteur impactant la satisfaction des collaborateurs.

L'inachèvement de l'articulation entre différents piliers de la RSE est révélé, néanmoins, par la relation négative et significative entre la performance environnementale et deux déterminants importants de la performance sociale : l'existence d'une stratégie de sécurité pilotée par une équipe dédiée et l'extension de la masse salariale. Ces résultats n'apparaissent pas aberrants, lorsque l'on songe à la prégnance des enjeux de sécurité au travail dans les entreprises industrielles, *a fortiori* dans le secteur de la production et distribution énergétiques. L'accroissement du nombre de salariés impliquant, en puissance, une accentuation du risque en termes de 'safety and security'. Une forme de rivalité entre critères de RSE (en termes de captation des ressources disponibles) se fait jour, laissant entrevoir une maturité insuffisante de la démarche RSE des organisations étudiées. Elle tend à être confirmée également par le lien négatif mais non significatif entre la performance environnementale et le score de main d'œuvre. La non-significativité de cette relation peut s'expliquer par la nature même de ce score synthétique recouvrant des réalités éparses aux impacts attendus sur la performance environnementale contradictoires : positifs pour les dimensions satisfaction des salariés, maintien de la diversité et de l'égalité des chances (proxys du critère 'non-discrimination' intégré dans le score de Droits de l'Homme), négatifs pour les volets 'santé et sécurité sur le lieu de travail', indéterminés pour la dimension opportunité de développement des employés.

Quant aux variables de contrôle que sont l'âge de l'entreprise, le risque net (*Net Firm Risk*) et le retour sur capitaux propres (ROE), leurs incidences sur la performance environnementale sont conformes aux attentes.

La relation est positive et significative entre la PSE, d'une part, l'âge (effets d'enracinement écosystémique et d'apprentissage organisationnel) et le risque net (avec un coefficient multiplicateur de 5,80, soit le plus élevé du modèle). La hausse de la performance environnementale s'accompagne, en effet, d'une meilleure identification des risques inhérents à l'activité. Or, leur compensation par des dispositifs de maîtrise des risques et de contrôle de gestion demeure structurellement insuffisante, ce qui justifie l'ancrage de la démarche RSE dans une dynamique d'amélioration continue.

In fine, le ROE est significativement et négativement corrélé à la performance environnementale.

On retrouve là les conclusions d'Ambec & Lanoie (2009) selon lesquelles les réglementations environnementales (qui sont sources d'amélioration de l'EPS) sont perçues comme préjudiciables aux entreprises qui y sont soumises : réduire les impacts négatifs sur l'écosystème naturel (soit, améliorer sa performance environnementale) impose, toutes choses égales par ailleurs (et, en l'absence chocs technologiques ou chocs d'efficacité améliorant sur le court-terme l'efficacité et la rentabilité de l'entreprise) des coûts supplémentaires pouvant éroder la compétitivité de la firme.

4.2 Présentation des résultats du modèle n°2 testant le lien entre la performance environnementale, la performance sociale et le score de gouvernance, compte-tenu de trois variables de contrôle

Le modèle n°2 cherche à tester la relation entre la performance sociale (mesurée par un score synthétique) et la performance

environnementale des entreprises de notre échantillon, en prenant en compte le rôle modérateur de la gouvernance. Les variables de contrôle restent les mêmes, soit l'âge de la firme, son risque net et son ROE.

Pour justifier le choix de notre méthode de régression à effets fixes en données de panel (Jahmane et Gaies 2020), il est primordial d'effectuer le test de spécification de Hausman pour choisir le modèle le plus approprié (à effets fixes ou à effets aléatoires).

Le choix d'un modèle à effets fixes en données de panel est justifié par les résultats du test de spécification de Hausman, présenté dans le tableau 3. Les résultats des régressions donnent à voir une inflexion sensible dans la relation entre la performance environnementale et la performance financière mesurée par la variable ROE. Celle-ci devient significativement positive, laissant entrevoir un effet modérateur de la gouvernance. Les pratiques de gouvernance viennent réduire la désarticulation et la concurrence (ou, mieux encore, encourager la conciliation) entre piliers sociaux, environnementaux et économiques de la RSE. La gouvernance joue un rôle structurant dans la *régulation plurielle* (Bruna, 2021, 2022) du champ organisationnel.

Comme nous l'avons anticipé, les organes de gouvernance, en tant qu'espaces de pouvoir, instances de délibération et réceptacles (plus ou moins accueillants) de la parole des parties prenantes, assument un rôle charnière dans les *mécanismes de régulation sociale* ponctuant le fonctionnement des entreprises (Bruna, 2022).

Se plaçant au cœur des discussions entre parties prenantes et au carrefour de pressions institutionnelles et socio-organisationnelles antagonistes, les organes de gouvernance concourent à

l'élaboration des règles du jeu organisationnel. Ce qui leur confère une mission-phare dans la recherche de convergences partielles en matière de RSE, avec, en corollaire, une meilleure conciliation des piliers de la RSE. D'où le rôle de mitigation de la relation PS-PE incombant aux pratiques de gouvernance, révélé par notre étude empirique.

Défenseurs des intérêts supérieurs des actionnaires (*shareholders' perspective*) ou espaces de prise en compte de la diversité des *parties en jeu* (*stakeholders' perspective*), les organes de gouvernance sont tout à la fois des belligérants et des médiateurs dans *la lutte pour la reconnaissance et la hiérarchisation des priorités stratégiques*. A cet égard, ils sont appelés, dans une conception éthique de la gouvernance, à se faire des *artisans de compromis* contextuellement acceptables ayant trait aux finalités, priorités, modalités et temporalités de l'action RSE. L'amélioration des pratiques de gouvernance impacte positivement la relation entre performance environnementale et performance sociale et contribue à inscrire l'action RSE dans un cheminement, stratégique, processuel et progressif, de transformation de l'entreprise.

Synthétisant les résultats des estimations du modèle n°2, le tableau n°6 confirme l'existence d'un effet modérateur positif des pratiques de gouvernance sur la relation entre les performances environnementale et sociale, compte-tenu de trois variables de contrôle (estimation du modèle n°2).

5. CONCLUSION GÉNÉRALE

Dans une méta-analyse consacrée au lien entre performance économique et performance sociétale, Gond et Igalens (2020) ont qualifié l'effort d'investigation comme une sorte de quête du « Saint

Graal », tant cette recherche demeure infructueuse en termes de robustesse des résultats empiriques et, néanmoins, incessamment remise sur le chantier. Ainsi continue-t-elle d'orienter les travaux de chercheurs de par le monde et d'alimenter les spéculations de décideurs, activistes et autres leaders d'opinion.

C'est pourquoi cette étude empirique s'est proposée de tester les liens entre performance sociale, performance environnementale et gouvernance sur un échantillon de 29 entreprises du secteur de la production d'électricité. La méthode d'analyse mobilisée, le test de spécification de Hausman, a permis de vérifier s'il demeurait des différences entre les modèles étudiés en révélant la présence d'une corrélation ou non entre les effets spécifiques et les variables explicatives du modèle. Il en a résulté que la méthode de régression à effets fixes en données de panel était la plus appropriée pour tester et valider les deux modèles suivants :

- Le modèle n°1 a interrogé la relation entre la performance sociale (mesurée par toutes les variables explicatives) et la performance environnementale (appréciée au travers d'un score synthétique), compte-tenu de trois variables de contrôle retenues (âge, risque net, ROE),
- Le modèle n°2 a intégré la variable gouvernance pour tester l'impact de la performance sociale sur la performance environnementale compte tenu des variables de contrôle.

Les résultats ont indiqué que, à la différence du premier modèle qui ignorait l'effet modérateur de la gouvernance, la performance financière (mesurée par la variable ROE) exerçait, dans le second modèle, un impact positif et significatif sur la performance environnementale.

Il en est de même pour la relation entre les performances sociale et environnementale qui se révèle être plus robuste, positive et

significative dès lors que le score de gouvernance est pris en compte. Les organes de gouvernance participent, en effet, aux *joutes négociatoires* et aux *boucles régulatrices* traversant le champ organisationnel de la RSE ; ils se placent en artisans-médiateurs d'une *régulation plurielle* (Bruna, 2021) appelée à concilier les piliers et à prioriser les chantiers d'action sociétale en entreprise.

Les résultats obtenus rejoignent les analyses de Gond et Igalens (2020) qui précisent, dès l'introduction de leur chapitre, que « *les débats sur ce sujet [ont été] stimulés dans les années 1970 par la controverse suscitée par l'article de Friedman* » (p. 2). Nos résultats empiriques confirment ceux de Russo et Fouts (1997), Montabon et al. (2007) et Chebbi-Nekhili et Chakroun (2020) indiquant que la relation entre les performances environnementale et financière demeure une boîte noire. Et ce, de par sa complexité, multi-dimensionnalité et contextualité. A ce propos, le test de spécification que nous utilisons a pour objet de déterminer si le modèle théorique est identique pour toute situation (variables étudiées) ou s'il existe des spécificités propres, ou, plus globalement, s'il est homogène.

Les tests de spécification ont été réalisés équation par équation afin de retenir la méthode d'estimation la plus appropriée pour l'ensemble du modèle. Or, les résultats montrent que l'homogénéité n'est pas de mise en fonction des variables expliquées introduites dans l'analyse de chaque modèle testé, malgré le fait qu'il était attendu que les résultats soient, tant que faire se peut, proches d'une certaine homogénéité. Or, une quasi-homogénéité aurait pu établir que, quelles que fussent les variables introduites, la RSE impactât positivement (et sans conditions) le management de l'entreprise. La vérité des chiffres est tout autre et appelle à la plus grande finesse dans l'interprétation des résultats autant que dans la formulation des recommandations stratégiques et leur dissémination/vulgarisation et opérationnalisation en entreprise. Il en ressort que, dans le secteur d'activité étudié et pour la période

considérée, les politiques d'engagement social ne correspondent pas à des démarches mûres, mais bien plutôt éclatées et désarticulées entre leurs différents piliers et domaines d'action.

Nos résultats, à l'instar des conclusions de nombre de méta-analyses (Gond et Igalens, 2020), dévoilent un risque de concurrence entre priorités et chantiers d'action RSE, soit, dans le cas d'espèce, entre politique sociale et démarche de développement durable.

Ceci pourrait expliquer ce qu'indique une étude (2018) selon laquelle : « *une franche majorité de chefs d'entreprise (61%) interrogés [...] par OpinionWay pour CCI France/La Tribune/Europe 1 dans le cadre de «La grande consultation» ont le sentiment d'avoir établi une démarche de responsabilité sociale et environnementale de l'entreprise (RSE), notamment sur la partie environnementale. En revanche, les actions en faveur du bien-être au travail, de la diversité dans le recrutement ou encore dans la prévention du harcèlement sexuel tardent vraiment à se matérialiser* »⁷. Preuve ultérieure de la désarticulation des démarches d'engagement sociétal...

Une question pourrait, néanmoins, se poser : les dirigeants d'entreprise perçoivent-ils l'intérêt économique de leur investissement en RSE, essentiellement en ce qui touche leur engagement environnemental ? Ce constat serait *a priori* limité à l'avant crise COVID. N'oublions pas que la crise, hormis ses effets dévastateurs, a induit des changements majeurs en termes de conscientisation, d'appropriation et d'implication sociales dans l'entreprise. Et ce, car elle a permis de replacer l'humain et son bien-être au cœur des préoccupations des entreprises et, de ce fait, de réinterroger l'encastrement de l'économie dans le social.

Dans ce cadre, une voie de recherche s'impose à nous. Selon

⁷ <https://www.latribune.fr/economie/france/rse-un-passage-a-l-acte-poussif-des-chefs-d-entreprise-786165.html>

une étude de la DARES⁸ parue au premier trimestre 2021, il apparaît, de façon paradoxale, que, alors que certains salariés déclarent avoir bénéficié, en cette période de crise sanitaire, de plus d'autonomie, de coopération et de soutien social au travail ou d'une adaptation de leurs objectifs chiffrés, ils sont quasiment aussi nombreux à déclarer l'inverse. Effets de secteur d'activité et/ou de stratification sociale ou hétérogénéité dans la maturité sociétale des entreprises ?

Cependant, selon une étude conjointe de bureau parisien du BCG et du réseau Entreprises pour l'Environnement⁹, « *la crise a rendu les risques extra-financiers, jusqu'alors perçus comme théoriques, très matériels pour les entreprises. Toutes les problématiques ESG – environnement, social et gouvernance- sont devenues très prégnantes pour l'ensemble de l'écosystème politique et économique, y compris sur la gouvernance avec une demande très forte de transparence sur les risques et les actions mises en place pour y faire face* ». Ce qui devrait favoriser, à moyen terme, l'endogénéisation des enjeux sociaux et environnementaux dans la stratégie générale de l'entreprise, par le truchement d'une maturation de ses pratiques de gouvernance.

RÉFÉRENCES

- Allouche, J. et Laroche, P. (2005). Responsabilité sociale et performance financière des entreprises : une synthèse de la littérature. Colloque *Responsabilité sociale des entreprises : réalité, mythe ou mystification ?*, Nancy.
- Ambec, S., et Lanoie, P. (2009). Performance environnementale et économique de l'entreprise. *Économie & prévision*, 190-191, 71-94. <https://doi.org/10.3917/ecop.190.0071>
- Arjaliès, D-L., et Mundy, J. (2013). The Use of Management Control Systems to Formulate and Implement CSR Strategy: A Levers of

8 Enquête TraCov, réalisée au premier trimestre 2021 auprès de 17 216 individus en emploi.
9 <http://www.epe-asso.org/construire-une-relance-durable-juillet-2020>

- Control Perspective. *Management Accounting Research*, 24, 4, 284-300.
- Ballinari, D., et Mahmoud, O. (2021). From Chatter to Action: An Index of Sustainability Sentiment (November 16, 2021). <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3964819>
- Balabanis G., Phillips, H. C., et Lyall, J. (1998). Corporate Social Responsibility and Economic Performance in the Top British Companies: Are they Linked ?”, *European Business Review*, 98, 1, 25-42.
- Berle A., et Means, G. C., (1932). *The Modern Corporation and Private Property*, New York: Macmillan.
- Boukadhaba, A., Nekhili, M., Nagati, H., et Paché, G. (2020). Reporting RSE et valeur de marché de l’entreprise: le rôle modérateur de la représentation des salariés au conseil d’administration. *Management Avenir*, (115), 37-62.
- Bruna, M. G. (2016). Des acteurs, des règles et des savoirs: régulation sociale et apprentissage collectif dans une politique diversité. *Management Avenir*, (4), 163-192.
- Bruna, M. G., Yanat, Z., & Tchankam, J. P. (2018). Justice organisationnelle et politiques de diversité: une esquisse de réflexion managériale sous le prisme lévinassien ; *Question(s) de management*, (22), 83-99.
- Bruna, M. G. (2019), Auditer les quatre paris de la RSE pour bâtir l’entreprise de demain. *Gestion 2000*, 36(1), 19-36.
- Bruna, M. G. (2020). Du diagnostic stratégique à l’alignement. Explorer les conditions d’efficience d’une démarche RSE. *Gestion 2000*, 37(6), 67-85.
- Bruna, M. G. (2021). Du besoin de régulation à l’heure de la Covid-19, rubrique « Regards croisés ». *Question(s) de management*, (34), 118-119.
- Bruna, M. G. (2022), *Des dynamiques d’alignement, des cercles d’apprentissage et des boucles régulateurs. Proposition d’une méthode de conduite du changement en matière de diversité en entreprise*, Habilitation à Diriger les Recherches en Sciences de Gestion, Université Paris-Dauphine-PSL, Paris, 14/02/2022.

- Bruna, M. G., Chanlat, J. F., & Chauvet, M. (2017). Conducting a diversity policy as a management change agent: a key issue to an organisation's performance. In Chanlat, J.-F. and Özbligin, M.F. (Ed.), *Management and Diversity* (International Perspectives on Equality, Diversity and Inclusion, Vol. 4), Emerald, Bingley, 37-57.
- Bruna, M. G., Đang, R., Ammari, A., & Houanti, L. (2021). The effect of board gender diversity on CSP: An instrumental variable quantile regression approach, *Finance Research Letters*, (40), 101734.
- Bruna, M. G., & Lahouel, B. B. (2022). CSR & financial performance: Facing methodological and modeling issues. (44), *Finance Research Letters*, 102036.
- Caron M-A., Boisvert H., Mersereau A. (2007). Le contrôle de gestion environnemental ou l'éco-contrôle: pertinence des outils traditionnels, Actes du 28ème congrès de l'AFC, Poitiers.
- Carroll, A. B. (1979). A three-dimensional conceptual model of Corporate Social Performance, *Academy of Management Review*, 4(4), 97-505.
- Chauvey, J. N., Giordano-Spring, S., Cho, C. H., & Patten, D. M. (2015). The normativity and legitimacy of CSR disclosure: Evidence from France. *Journal of Business Ethics*, 130(4), 789-803.
- Chebbi-Nekhili, D., & Chakroun, H. (2020). Performance environnementale et performance financière Le cas des entreprises françaises. *Revue des Sciences de Gestion*, 3-4 (303-304), 95-104.
- Chung-Jen, C., Ruey-Shan, G., H.&, Yung-Chang, Kuo-Liang, C. (2018). How business strategy in non-financial firms moderates the curvilinear effects of corporate social responsibility and irresponsibility on corporate financial performance. *Journal Business Research*, 92, 154-167.
- Clarke, T. (1998). Research on corporate governance. *Corporate Governance*, 6(1), 57-66.
- Clarke, T. (2004). *Theories of corporate governance*. The Philosophical Foundations of Corporate Governance, Oxon, 12(4), 244-266.
- Clarkson, P., Overell, M., & Chapple, L. (2011). Environmental reporting and its relation to corporate environmental performance. *Abacus*, 47(1), 27-60.

- De la Rochefoucauld, M., Milosevic, M. et Uzan, O.(2020), Responsabilité sociale des entreprises et hybridation d'une gouvernance actionnariale et partenariale. Le cas d'une clinique privée. *Revue française de gouvernance d'entreprise*, 22-23, 176-219.
- DiMaggio, P. J., & Powell, W. W. (1983). The iron cage revisited: Institutional isomorphism and collective rationality in organizational fields. *American sociological review*, 48(2), 147-160.
- Ding, D.K., Ferreira, C., Wongchoti, U., (2016). Does it pay to be different ? Relative CSR and its impact on firm value. *The International. Review of Financial Analytics*. 47, 86–98.
- Duncan, G. J., et Kalton, G. (1987). Issues of design and analysis of surveys across time. *International Statistical Review*, 55(1), 97-117.
- Dunaway, F. (2015). *Seeing green: the use and abuse of American environmental images*. Chicago: Chicago Press.
- Du, S., et Vieira, E. T. (2012). Striving for legitimacy through corporate social responsibility: Insights from oil companies. *Journal of Business Ethics*, 110(4), 413-427.
- Freeman, E. (1984). *Strategic Management: A Stakeholder Approach*. Boston: Pitman.
- Fernando, S., et Lawrence, S. (2014), A theoretical framework for CSR practices: Integrating legitimacy theory, stakeholder theory and institutional theory. *Journal of Theoretical Accounting Research*, 10(1), 149-178.
- Frooman, J. (1997). Socially irresponsible and illegal behavior and shareholder wealth: a meta-analysis of event studies, *Business and Society*, 36(3), 221-249.
- Gill, A., (2006). Corporate Governance as Social Responsibility: a Research Agenda, *Journal of International Law*, 26(2), 452-478.
- Gond, J-P., et Igalens, J. (2020), Chapitre V. *L'impact financier de la responsabilité sociale de l'entreprise*, in Gond, J-P., et Igalens, J., *La responsabilité sociale de l'entreprise*, Paris, PUF, 78-93.
- Griffin, J. J., et Mahon, J. F. (1997); The Corporate Social Performance and Corporate Financial Performance Debate, *Business & Society*, 36(1), 5-31.
- Habermas, J. (1987). *The Tasks of a Critical Theory of Society*. *In Modern German Sociology*, Columbia University Press, 187-212.

- Henri J-F., Giasson A. (2006). Measuring environmental performance: a basic ingredient of environmental management, *CMA Management*, 80(5), 24-28.
- Hill, C.L., Jones, T (1992). Stakeholder- Agency Theory, *Journal of Management Studies*, 28(2), 131-154.
- Igalens, J., Joras, M., et Manenc, B. (2010). *La sûreté éthique: Du concept à l'audit opérationnel*. EMS Editions.
- Jahmane, A., et Gaies, B. (2020). Corporate social responsibility, financial instability and corporate financial performance: linear, non-linear and spillover effects – The case of the CAC 40 companies, *Finance Research Letters* March, 34, 101483.
- Jahmane A., Hofaidhllaoui, M., et Ben Ali A. (2021). La gouvernance responsable, moyen d'assurer une performance financière en période de crises et post-crise ?, *Management & Sciences Sociales*, 31, 4-22.
- Janicot, L. (2007). Les systèmes d'indicateurs de performance environnementale (IPE) entre communication et contrôle. *Comptabilité-Contrôle-Audit*, 13(1), 47-68.
- Jensen M. C. (2002). Value maximization, stakeholder theory, and the corporate objective function, *Business Ethics Quarterly*, 12(2), 235-256.
- Jensen, M. et Meckling, W. (1976). Theory of the firm : managerial behavior, agency cost and ownership structure, *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360.
- Jo, H., Song, M. H. et Tsang, A.(2016). Corporate social responsibility and stakeholder governance around the world, *Global Finance Journal*, 29, 42-69.
- Klassen, R. D., et Whybark, D. C. (1999). The Impact of Environmental Technologies on Manufacturing Performance. *Academy of Management Journal*, 42(6), 599-615.
- Kpodar, K. (2005). Manuel d'initiation à Stata (Version 8). Centre d'Études et de Recherches sur le Développement international (CERDI), Centre National de la Recherche scientifique (CNRS).
- Lahouel, B. B., Bruna, M. G., & Zaied, Y. B. (2020). The curvilinear relationship between environmental performance and financial performance: An investigation of listed French firms using panel smooth transition model. *Finance Research Letters*, 35, 101455.

- Lahouel, B. B., Zaied, Y. B., Yang, G. L., Bruna, M. G., & Song, Y. (2021). A non-parametric decomposition of the environmental performance-income relationship: Evidence from a non-linear model. *Annals of Operations Research*, <https://doi.org/10.1007/s10479-021-04019-x>
- Larcker, D., Richardson, S., Tuna, I. (2007). Corporate governance, accounting outcomes and organizational performance, *The Accounting Review*, 82(4), 963-1008.
- Lazega, E. (2011). Pertinence et structure. *Swiss Journal of Sociology*, 37(1), 127-149.
- Lazega, E. (2012), Sociologie néo-structurale, in R. Keucheyan et G. Bronner (dir.), Introduction à la théorie sociale contemporaine, Paris, Presses Universitaires de France.
- Lazega, E. (2016). Réseaux et régulation. Pour un institutionnalisme néo-structural. *Revue de la régulation. Capitalisme, institutions, pouvoirs*, (19), <http://journals.openedition.org/regulation/11902>
- Lazega, E., Mounier, L., Snijders, T. et Tubaro, P. (2008). Réseaux et controverses : de l'effet des normes sur la dynamique des structures, *Revue française de sociologie*, 49(3), 467-498.
- Ledoux, M.-J., Belzile, R. et Houle, S. (2020). La gouvernance d'entreprise sur les bourses de croissance : une étude exploratoire, *Revue française de gouvernance d'entreprise*, (22-23), 176-219.
- Louiziet, A., et Radhouane, K. (2016). Le positionnement des agences de notation dans l'évaluation du système de gouvernance d'entreprise, *Gestion 2000*, 33(5), 149-175.
- Lorsch, J. W. (2012). *The future of boards: Meeting the governance challenges of the twenty-first century*. Harvard Business Press.
- Margolis, J.-D., et Walsh, J.-P. (2003). Misery loves companies: rethinking social initiatives by business, *Administrative Science Quarterly*, (48), 268-305.
- Martinet, A. C. (2008). Gouvernance et management stratégique : une nouvelle science politique, *Revue Française de Gestion*, (183), 95-110.
- McWilliams, A., et Siegel, D. (1997). The role of money managers in assessing corporate social responsibility research, *Journal of Investing*, 6(4), 98-107.

- Meyer, J.W., Rowan, B. (1977). Institutionalized organizations: formal structure as myth and ceremony, *American Journal of Sociology*, 83(2), 340-363.
- Mitchell, R, Agle, B., Wood, D. (1997). Toward a Theory of Stakeholder Identification and Salience : Defining the Principle of Who and What Really Counts, *Academy of Management Review*, 22(4), 853-886.
- Montabon, F., Sroufe, R., & Narasimhan, R. (2007). An examination of corporate reporting, environmental management practices and firm performance. *Journal of Operations Management*, 25(5), 998-1014.
- Naszályi, P., et Slama-Royer, A. (2016). An “adhocracy” of stakeholders, the case of ADSA in France (Essonne), *Journal of Accounting & Organizational Change*, 12(1), 8-23
- Nekhili, M., Nagati, H., Chtioui, T., & Rebolledo, C. (2017a). Corporate social responsibility disclosure and market value: family versus non-family firms. *Journal of Business Research*, 77, 41-52.
- Nekhili, M., Nagati, H., Chtioui, T., et Nekhili, A. (2017b). Gender-diverse board and the relevance of voluntary CSR reporting. *International Review of Financial Analysis*, 50, 81-100.
- Pava, M., et Krausz, J. (1996). The Association between Corporate Social-Responsibility and Financial Performance: The Paradox of Social Cost, *Journal of Business Ethics*, (15), 321-357.
- Pelozo, J., (2006). Using corporate social responsibility as insurance for financial performance. *California Management Review* 48, 52-72.
- Persais, E., (2013). RSE et gouvernance partenariale, *Gestion 2000*, (30), 69-86.
- Peretti, J. M., et Igalens, J. (2016). Audit social: meilleures pratiques, méthodes, outils. Editions Eyrolles.
- Pluchart J.-J. (2013). La gouvernance des entreprises socialement responsables, *Recherches en Sciences de Gestion*, 94(1), 53-72.
- Poissonnier, H. (2017), De la gouvernance de l'entreprise au contrôle inter-organisationnel. *La Revue des Sciences de Gestion, Direction et Gestion*, (283), 29-37.
- Radhouane, I., Nekhili, M., Nagati, H., et Paché, G. (2019). L'influence modératrice de la performance environnementale sur le lien entre communication RSE et performance boursière. *Revue de*

l'organisation responsable, 14, 38-57. <https://doi.org/10.3917/ror.142.0038>

- Renaud, A. (2009). Le rôle des outils de mesure de la performance environnementale : le cas des audits et indicateurs environnementaux dans dix entreprises françaises certifiées ISO 14001, *Management & Avenir*, (29), 344-362. <https://doi.org/10.3917/mav.029.0344>
- Reynaud, J.-D. (1997). *Les règles du jeu. L'action collective et la régulation sociale*, Paris, Armand Colin.
- Roberts, P.W., et Dowling, G. R., (2002). Corporate reputation and sustained superior financial performance. *Strategic Management Journal*, (23), 1077-1093.
- Rowley T., et Moldoveanu, M. (2003). When Will Stakeholder Groups Act? An Interest- and Identity-Based Model of Stakeholder Group Mobilization, *Academy of Management Review*, 28(2), DOI : <https://doi.org/10.5465/amr.2003.9416080>
- Russo, M. ? et Fouts, P. A. (1997). A resource-based perspective on corporate environmental performance and profitability. *Academy of Management Journal*, 40(3), 534-559.
- Sautre, G. (2003). Les balises éthiques en milieu de travail : nouvelles contraintes ou nécessité, *Revue internationale des relations de travail*, 1(2), 37-67.
- Seo, K., Moon, J., et Lee, S. (2015). Synergy of corporate social responsibility and service quality for airlines: the moderating role of carrier type. *Journal Air Transport Management*, (47), 126-134.
- Snow, D. (2001). Analyse de cadres et mouvements sociaux. *Les formes de l'action collective. Mobilisations dans des arènes publiques*, Paris, Editions de l'EHESS, 27-49.
- Suchman, M. C. (1995). Managing legitimacy: Strategic and institutional approaches. *Academy of management review*, 20(3), 571-610.
- Swanson, D. L. (1995); Addressing a theoretical problem by reorienting the Corporate Social Performance Model, *The Academy of Management Review*, 20(1), 43-64.
- Terramorsi, P. (2019). De quoi les rapports intégrés sont-ils le nom?. *Question (s) de management*, (26), 109-120.
- Turki, A. (2009). Comment mesurer la performance environnementale?, *Gestion*, 34(1), 68-77.

- Wartick, S. L., et Cochran, P. (1985). The Evolution of the Corporate Social Performance Model. *Academy of Management Review*, 10(4), 758-769
- Wood, D. J. (1991). Corporate Social Performance Revisited, *Academy of Management Review*, 16(4), 691-718.
- Yu, V., Ting, H. I., & Wu, Y.-C. J. (2009). Assessing the Greenness Effort for European Firms - A Resource Efficiency Perspective. *Management Decision*, 47(7), 1065-1079.
- Zhihong W., et Sarkis, J. (2017). Corporate social responsibility governance, outcomes, and financial performance. *Journal of Cleaner Production*, (162), 1607 1616. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2017.06.142>

ANNEXES:

Tableau 3 : les résultats du test de Hausman post-estimation des modèles :

| | FIXED1 (b) | RANDOM1 (B) | Difference (b-B) | sqrt(diag(V_b-V_B)) S.E. |
|-----------------|------------|-------------|------------------|--------------------------|
| Modèle 1 | | | | |
| ROE | -.0971914 | -.09086 | -.0063307 | .2223726 |
| NetFirmRisk | 5.803831 | 2.595675 | 3.208155 | 4.47516 |
| AGE | 2.49445 | .1451452 | 2.349305 | .9926696 |

| | | | | |
|-----------------|-----------|-----------|-----------|----------|
| EnvironScore | .3330149 | .4335672 | -.10055 | .0778843 |
| Workforce | -.145704 | -.144385 | -.0013188 | .0455216 |
| AccidentsT | .0275634 | .0134727 | .0140906 | .0348396 |
| Boardgender | .771616 | -.203699 | -.5679169 | .20678 |
| Boardsize | -.2928101 | -.819694 | .5268847 | .316246 |
| CSRStrategie | .233833 | .183850 | .0499832 | .131869 |
| EmployeeSatisf | .8564241 | .6709909 | .185433 | .234536 |
| EmployeesH | -6.57297 | -3.836406 | -2.7365 | 3.59025 |
| Humainright | .1791598 | .2786047 | -.0994449 | .2036428 |
| NumberofEmp | -.0032623 | -.0007726 | -.0024898 | .0035887 |
| Womenemplo | .498661 | -.0546844 | .55334 | .440365 |
| Modèle 2 | | | | |
| ROE | -.143161 | .10943 | -.2525 | .038613 |
| NetFirmRisk | .037345 | .237306 | .237306 | .101548 |
| AGE | .20157 | 3.17601 | -2.97443 | |
| SocialPillar | .5657826 | .395363 | .170419 | .038293 |
| Governance | .3676441 | .2998114 | .0678326 | .0394618 |

b = consistent under H_0 and H_a ; obtained from $xtreg$
 B = inconsistent under H_a , efficient under H_0 ; obtained from $xtreg$
 Test: H_0 : difference in coefficients not systematic
 $chi2(14) = (b-B)'[(V_b-V_B)^{-1}](b-B) = 20.07$
 $Prob>chi2 = 0.1281$
 (V_b-V_B is not positive definite)

Tableau 4 : Résultats des régressions en panel à effets fixes des modèles :

| EnvironmentPillarScore (Ro-bust) | Coef. | Std. Err. | t | P> t | [95% Conf. Interva] | |
|----------------------------------|----------|-----------|-------|-------|---------------------|----------|
| Modèle 1 | | | | | | |
| ROE | -.097191 | .1876764 | -0.52 | 0.000 | -.5299 | -.5299 |
| NetFirmRisk | 5.803831 | 4.05895 | 1.43 | 0.000 | -3.5561 | 15.163 |
| AGE | 2.49445 | 1.14474 | 2.18 | 0.000 | -.14534 | 5.134242 |

| | | | | | | |
|---------------------------------|----------|----------|-------|-------|---------|----------|
| EnvironmentInnovationScore | .3330149 | .083095 | 4.01 | 0.000 | .141396 | .5246333 |
| WorkforceScore | -.145704 | .1242626 | -1.17 | 0.275 | -.43225 | .140846 |
| AccidentsTotal | .027563 | .038830 | 0.71 | 0.498 | -.06197 | .1171063 |
| BroadgenderdiversityPercent | .771616 | .5443082 | -1.42 | 0.004 | -2.0267 | .48356 |
| Boardsize | -.292810 | .332325 | -0.88 | 0.000 | -1.0591 | .473533 |
| CSRStrategyservice | .233833 | .073575 | 3.18 | 0.013 | .06416 | .40349 |
| EmployeeSatisfaction | .8564241 | .3487624 | 2.46 | 0.000 | .052176 | 1.66067 |
| EmployeesHealthSafetyTeam | -6.57297 | 1.90228 | -3.46 | 0.000 | -10.959 | -2.18628 |
| HumainrighthScore | .1791598 | .1812152 | 0.99 | 0.000 | -.23872 | .597042 |
| NumberOfEmployees fromCSRrep | -.003262 | .002602 | -1.25 | 0.000 | -.00926 | .002739 |
| Womenemployee | .498661 | .5537145 | 0.90 | 0.000 | -.77820 | 1.77552 |
| cons | -105.793 | 77.9918 | -1.36 | 0.000 | -285.64 | 74.056 |
| Modèle 2 | | | | | | |
| ROE | .109431 | .046366 | 2.36 | 0.000 | .01412 | .20473 |
| NetFirmRisk | .23730 | .04676 | 5.07 | 0.000 | .14117 | .33343 |
| AGE | 3.176014 | .23404 | 13.57 | 0.000 | 2.6949 | 3.657 |
| SocialPillarScore | .395363 | .08314 | 4.75 | 0.000 | .22445 | .5662 |
| GovernancePillarScore | .29981 | .0707 | 4.24 | 0.000 | .15440 | .44522 |
| cons | -153.669 | 13.863 | -11.0 | 0.000 | -182.16 | -125.171 |

STRUCTURE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION ET PERFORMANCE DE L'ENTREPRISE : REGARD SUR UNE TRENTAINE D'ANNÉES DE RECHERCHES

Zied Ftiti,

EDC Business School, France

Email : zftiti@edcparis.edu

Ismail Lahlou,

CREGO – University of Bourgogne, France

Email : ismail.lahlou@u-bourgogne.fr

Waël Louhichi

ESSCA School of Management, France

Email : Wael.louhichi@essca.fr

RÉSUMÉ :

L'étude de l'influence des caractéristiques du conseil d'administration sur la performance de l'entreprise a, au cours de ces dernières années, fait l'objet d'un nombre considérable de publications et suscite de nombreux débats. La plupart de ces travaux ont porté sur l'indépendance du conseil d'administration, sa taille, la diversité du genre, la dualité des fonctions de direction générale et de présidence du conseil d'administration ou encore sur le cumul des mandats des administrateurs. Dans cet article, nous passons en revue les principales contributions théoriques et empiriques portant sur ce sujet et mettons en évidence la discordance des résultats issus de cette

littérature. Nous proposons, par ailleurs, quelques pistes permettant d'expliquer cette hétérogénéité.

CLASSIFICATION JEL : G30, G34.

MOTS CLÉS :

performance de l'entreprise ; taille du conseil d'administration ; indépendance du conseil d'administration ; diversité du genre ; théorie d'agence; théorie des parties prenantes.

1. INTRODUCTION

Le conseil d'administration, unanimement reconnu comme étant la plus haute instance de décision au sein de la société moderne, occupe une place prépondérante dans le système de gouvernance des sociétés. Sa principale mission consiste à veiller au respect des intérêts des actionnaires et plus globalement des « stakeholders ».

Cet organe est, plus précisément, appelé à assumer un grand nombre de responsabilités, telles que la révision ainsi que l'approbation des orientations stratégiques et objectifs financiers de l'entreprise, la nomination, voire la révocation du dirigeant, la fourniture de conseils à l'équipe dirigeante, etc. Il est conséquemment responsable de la performance globale de l'entreprise.

Eu égard à l'importance qu'il revêt au sein des entreprises, le conseil d'administration s'est imposé comme un champ de recherche prolifique au cours des dernières années. Le débat sur le sujet remonte aux travaux de Berle et Means (1932) qui ont mis en exergue les problèmes liés à la séparation entre la propriété et le contrôle des entreprises. En effet, selon la théorie d'agence, les conflits d'intérêts surviennent lorsque les dirigeants agissent dans leur propre intérêt au détriment de celui des actionnaires.

Selon Jensen et Meckling (1976), le conseil d'administration joue, en sa qualité d'autorité légale, un rôle fondamental dans la résolution des conflits d'intérêts entre les dirigeants et les actionnaires de l'entreprise. Contrairement à la théorie d'agence, la théorie de l'intendance (ou du Stewardship) considère que les intérêts des dirigeants et des actionnaires peuvent converger (Donaldson et Davis (1991)). En effet, les dirigeants ne cherchent pas forcément la maximisation de leurs propres intérêts et ont plutôt tendance à orienter leurs actions vers la maximisation des intérêts des actionnaires. La théorie de l'intendance suppose que grâce à l'expertise de ses membres, le conseil d'administration apporte, au travers d'une participation active aux processus de décisions, un soutien et une orientation stratégique aux dirigeants (Carpenter et Westphal (2001)). Freeman (1984), un des fervents défenseurs de la théorie des parties prenantes (ou théorie des stakeholders) définit les parties prenantes comme tout groupe ou individu pouvant influencer ou être influencé par la réalisation des objectifs de l'organisation. Cette théorie stipule que le conseil d'administration doit tenir compte non seulement des intérêts des actionnaires, mais aussi ceux des autres parties prenantes, à savoir ; les salariés, les fournisseurs, les créanciers, les collectivités locales, etc. (Donaldson et Preston (1995) et Freeman et al. (2004)). Par ailleurs, la théorie de la dépendance aux ressources soutient que les organisations sont dépendantes des ressources externes et que leur survie dépend de leur capacité à obtenir et à maintenir les ressources qui leur sont essentielles (voir Pfeffer et Salancik (1978)). Selon cette théorie, le conseil d'administrations permet de faciliter l'accès aux ressources critiques dont l'organisation a besoin pour sa survie et son développement.

L'important rôle du conseil d'administration en tant que mécanisme interne de gouvernance a également été mis en évidence dans de nombreux rapports ayant pour but de proposer des normes de gouvernance d'entreprise et des codes de bonne

conduite aux dirigeants. De nombreux changements en matière de gouvernance d'entreprise ont, en effet, été recommandés par des organisations patronales voire même imposés par des dispositions d'ordre légal dans un grand nombre de pays. Par exemple, à la suite des scandales financiers d'Enron et de Worldcom, le congrès américain a adopté la loi Sarbanes-Oxley ; une des réformes les plus profondes du droit des sociétés depuis les années 1930. Cette loi avait pour objectif d'améliorer la transparence et la fiabilité de l'information financière dans le but d'éviter les fraudes et de rétablir la confiance des investisseurs. Au Royaume-Uni, un nombre important de rapports (tels que le rapport Cadbury (1992), le rapport Greenbury (1995), le rapport Hampel (1998), le rapport Walker (2009) et le code de gouvernance d'entreprise (2010)) ont également souligné le rôle du CA dans la gouvernance des entreprises. Les exemples d'autres pays européens incluent les rapports Viénot (1995, 1999), le rapport Bouton (2002) et la loi de sécurité financière (2003) en France, le rapport Olivencia (1998) en Espagne, le code allemand de gouvernement d'entreprise (2002), le Code Preda (2002) en Italie.

Les études empiriques qui ont été menées dans ce domaine ont, pour la plupart, examiné l'impact de la structure du conseil d'administration sur la performance de l'entreprise. Les résultats de ces études ne sont cependant pas concluants. Les contributions réalisées dans ce domaine sont, de surcroît, sujettes à des biais d'endogénéité qui affectent la qualité des estimations. Il existe néanmoins un certain nombre de techniques permettant de contrôler ces problèmes d'endogénéité (Roberts et Whited, 2013)¹.

¹ La technique des variables instrumentales ; la méthode des doubles différences ou encore l'existence des chocs exogènes font notamment partie des techniques proposées par les auteurs pour contourner les biais d'endogénéité.

Cet article a pour objectifs de recenser les principaux écrits empiriques portant sur l'impact de la structure du conseil d'administration sur la performance de l'entreprise et de passer en revue les différentes théories mobilisées par les chercheurs pour expliquer cette relation.² Pour ce faire, nous nous sommes focalisés sur les caractéristiques ayant fait l'objet de nombreuses études ; à savoir : l'indépendance des membres du conseil d'administration, sa taille, la diversité du genre, la dualité des fonctions de direction générale et de présidence du CA et le cumul des mandats des administrateurs.

Cet article est structuré de la façon suivante. La première section passe en revue les principales contributions théoriques et empiriques portant sur l'impact de l'indépendance du conseil d'administration sur la performance de l'entreprise. La deuxième section est consacrée à la taille du CA tandis que les trois autres sont respectivement dédiées à la diversité du genre, à la dualité des fonctions de direction générale et de présidence du conseil d'administration et aux mandats multiples des administrateurs. La dernière section constitue notre conclusion.

2. INDÉPENDANCE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION

La forte récurrence des crises et scandales financiers de ce début de millénaire a suscité la méfiance des investisseurs. Afin de restaurer la confiance indispensable au développement des marchés financiers, de nombreuses réformes visant à améliorer la gouvernance des entreprises sont apparues un peu partout dans le monde. Parmi les règles de gouvernance instaurées, celle de l'indépendance des membres du conseil d'administration a été particulièrement bien examinée.

² La performance de l'entreprise est entendue au sens large, qu'elle soit financière, organisationnelle, sociétale ou environnementale.

Il y a lieu de distinguer trois catégories d'administrateurs : Les administrateurs internes ou exécutifs ; les administrateurs affiliés (les anglo-saxons utilisent le terme de « grey directors ») et les administrateurs indépendants. Les premiers représentent les membres qui ont une relation salariale ou occupent une fonction exécutive au sein de l'entreprise. Les « grey directors » sont ceux qui possèdent des relations d'affaires avec l'entreprise ou des liens de parenté avec un membre dirigeant ou actionnaire important. Entrent notamment dans cette catégorie les partenaires commerciaux (clients, fournisseurs) ou financiers (banquiers de financement ou d'affaires), les consultants, les avocats, les commissaires aux comptes, les anciens salariés, etc. Les administrateurs indépendants ne sont, quant à eux, censés entretenir « aucune relation de quelque nature que ce soit avec la société, son groupe ou sa direction, qui puisse compromettre l'exercice de leur liberté de jugement » (Bouton 2002).

Le Sarbanes Oxley Act de 2002, le rapport Cadbury de 1992 ainsi que celui de Bouton de 2002 ont particulièrement insisté sur l'importance de nommer des administrateurs indépendants. La loi SOX exige, par ailleurs, que les comités d'audit soient entièrement composés d'administrateurs indépendants.

L'impact de l'indépendance du conseil d'administration sur la performance de l'entreprise a fait l'objet de nombreux travaux à la fois théoriques et empiriques. D'un point de vue théorique, certains travaux (voir Fama (1980) ; Fama et Jensen (1983) et Weisbach (1988)) préconisent la présence d'administrateurs indépendants dans l'optique de renforcer le fonctionnement du CA. En effet, selon Fama (1980), la probabilité d'expropriation de richesse par les dirigeants est négativement associée à l'indépendance du conseil d'administration. Fama et Jensen (1983) avancent que les administrateurs externes, soucieux de leur réputation d'experts indépendants, sont plus vigilants que les administrateurs internes. En effet, contrairement aux administrateurs internes qui ne

disposent pas de suffisamment de pouvoir pour s'opposer aux décisions des dirigeants, les administrateurs externes sont, de par leur indépendance vis-à-vis des dirigeants, plus à même d'exercer leur fonction de contrôle (Weisbach (1988)). Une importante littérature empirique s'est emparée du sujet et a produit des résultats discordants.³

Plusieurs études confirment l'effet positif de l'indépendance du CA sur la performance de l'entreprise. Parmi elles, celle de Byrd et Hickman (1992) qui s'est appuyée sur un échantillon de 128 acquisitions réalisées par 111 entreprises américaines entre 1980 et 1987. Les résultats de cette étude montrent que les rendements anormaux sont significativement plus élevés lorsque les conseils d'administration des acquéreurs sont majoritairement composés d'administrateurs indépendants. En analysant 169 offres publiques d'achat faites par des entreprises américaines entre 1989 et 1992, Cotter et al. (1997) rapportent que les gains des actionnaires des entreprises cibles sont plus significatifs lorsque les conseils d'administration de ces entreprises sont indépendants. En étudiant un échantillon de 300 entreprises australiennes, Benkel et al. (2006) montrent que la présence d'administrateurs indépendants au sein du CA influence négativement la manipulation des comptes. Une étude menée par Petra (2007) sur un échantillon composé de 203 entreprises américaines classées dans le Forbes 500 entre 1996 et 1999, affirme que la proportion d'administrateurs indépendants est négativement corrélée à la qualité de l'information financière. De plus, sur la base d'un échantillon de 1443 entreprises américaines couvrant une période allant de 1990 à 2001, Ferreira et al. (2011) avancent que les administrateurs indépendants jouent un rôle de surveillance pouvant se substituer à la divulgation d'informations. Toujours en concordance avec l'hypothèse théorique selon laquelle les administrateurs indépendants permettent de renforcer

³ Nous présentons en annexe un tableau récapitulatif des principaux écrits traitant la relation entre la structure du CA et la performance de l'entreprise.

l'efficacité du contrôle exercé par le CA, Knyazeva et al. (2013) montrent que l'indépendance du CA influence positivement la rentabilité de l'entreprise, sa performance opérationnelle ainsi que la part de rémunération incitative des dirigeants. De plus, en se basant sur un échantillon composé de 1615 entreprises américaines cotées entre 1998 et 2006, Dah et al. (2014) suggèrent qu'à la suite du passage de la loi SOX, l'augmentation de la proportion d'administrateurs indépendants dans le CA s'est associée à une plus grande sensibilité du turnover du dirigeant en cas de performance insuffisante. En utilisant les réglementations édictées par le NYSE et le NASDAQ comme un choc exogène (pouvant avoir une incidence sur la proportion d'administrateurs indépendants de certains conseils d'administration) Armstrong et al. (2014) montrent, sur la base d'un échantillon de 1849 entreprises américaines cotées, que l'augmentation de la part d'administrateurs indépendants au CA entraîne une réduction de l'asymétrie d'information. De même, une étude de Liu et al. (2015) portant sur un échantillon de 2057 entreprises chinoises cotées sur les bourses de Shanghai et de Shenzhen, constate que l'indépendance des CA est positivement corrélée à la performance des entreprises chinoises. Par ailleurs, en utilisant l'efficacité technique des entreprises en tant que variable dépendante, Uribe-Bohorquez et al. (2018) confirment l'existence d'une relation positive entre l'indépendance du CA et la performance de l'entreprise. Leur étude s'appuie sur un échantillon international de 2185 entreprises entre 2006 et 2015.

Ces résultats vont à l'encontre de ceux de Agrawal et Knoeber (1996), Dalton et al. (1998), Bhagat et Black (2002) ou encore Wintoki et al. (2012), qui mettent plutôt en exergue l'existence d'un effet négatif, voire une absence d'effet, de l'indépendance du conseil d'administration sur la performance de l'entreprise. Par exemple, sur la base d'un échantillon composé de 383 grandes entreprises américaines, Agrawal et Knoeber (1996)

montrent que l'indépendance du CA est négativement associée à la performance de l'entreprise. A travers une méta-analyse couvrant 54 études empiriques, Dalton et al. (1998) montrent que pratiquement aucune relation systématique n'est observable entre l'indépendance du CA et la performance. En examinant un échantillon de 928 grandes entreprises américaines, entre 1988 et 1990 et entre 1991 et 1993, Bhagat et Black (2002) rapportent que les entreprises composées d'une plus grande proportion d'administrateurs indépendants ne sont pas forcément plus performantes que les autres. Sur un échantillon de 448 familles de fonds communs de placement en 2002, Ferris et Yan (2007) n'observent aucun effet de l'indépendance des conseils d'administration sur la performance de l'entreprise. En ayant recours à la méthode des moments généralisés sur un panel de 6000 entreprises dont les données sont relevées sur la période 1991 – 2003, Wintoki et al. (2012) ne trouvent aucune relation causale entre l'indépendance du conseil d'administration et la performance de l'entreprise. Plus récemment, en se basant sur un échantillon d'entreprises taiwanaises, Fan et al. (2020) montrent que l'indépendance du conseil d'administration est négativement associée à la valeur de l'entreprise.

3. TAILLE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION

La taille du conseil d'administration a reçu une attention particulière de la part des chercheurs au cours de ces dernières années. D'un point de vue théorique, deux thèses s'opposent.

Certains auteurs soutiennent que les conseils d'administration de grande taille font bénéficier l'entreprise d'une expertise et d'une information privilégiée de l'environnement, ce qui permet d'améliorer leur performance (Dalton et al. (1999)). De plus, selon Goodstein et al. (1994), un nombre important d'administrateurs

au sein du CA permet également de renforcer la capacité de contrôle ainsi que la capacité de l'entreprise à établir des liens avec l'environnement externe.

D'autres auteurs suggèrent, en revanche, que les problèmes apparaissent à mesure que la taille du CA augmente. En effet, selon Lipton et Lorsch (1992) et Jensen (1993), les conseils d'administration de grande envergure sont confrontés à des problèmes d'agence ainsi qu'à des difficultés d'organisation et de coordination. Lipton et Lorsch (1992) trouvent également que les administrateurs ne critiquent généralement pas les politiques des dirigeants et que ce problème est d'autant plus manifeste lorsque le CA est de taille importante (voir aussi Cheng, 2008). Les conseils sont, selon Jensen (1993), jugés relativement inefficaces dans leur fonctionnement et deviennent plus facilement contrôlables par le dirigeant lorsque leur taille dépasse sept ou huit membres. L'augmentation de la taille du conseil peut également aggraver le problème du « passager clandestin » (Harris et Raviv, 2008). En effet, ces auteurs arguent que lorsque la taille du conseil d'administration augmente, les administrateurs en place voient l'importance de leur contribution comme étant réduite et fournissent, par conséquent, moins d'efforts dans l'exercice de leur fonction.

L'examen de la littérature existante nous enseigne qu'en la matière, la grande majorité des études empiriques ont observé une relation inverse entre la taille du CA et la performance de l'entreprise. La première étude empirique sur le sujet a été menée par Yermack (1996). Sur un échantillon composé de 452 grandes entreprises américaines, sur la période 1984-1991, Yermack montre que la taille du CA est négativement liée à la valeur de l'entreprise (mesurée par le Q de Tobin). De même, sur un échantillon de près de 900 petites et moyennes entreprises finlandaises, Eisenberg et al. (1998) mettent en relief l'existence d'une corrélation négative entre la taille du conseil d'administration et la rentabilité de

l'entreprise. Conyon et Peck (1998) montrent que l'effet négatif de la taille du CA sur la performance de l'entreprise se vérifie également dans un certain nombre de pays européens, tels que le Danemark, la France, l'Italie, les Pays-Bas et le Royaume-Uni. De Andres et al. (2005) rapportent des résultats similaires sur un échantillon de 450 sociétés non financières de 10 pays membres de l'OCDE. Par ailleurs, sur la base d'un échantillon de 1252 entreprises américaines appartenant à l'indice S&P 1500, Cheng (2008) constate également que le nombre d'administrateurs siégeant au conseil est négativement lié au rendement annuel des actifs ainsi qu'au Q de Tobin. En utilisant un échantillon de près de 7000 petites et moyennes entreprises danoises, Bennedsen et al. (2008) montrent un effet négatif de la taille sur la performance de l'entreprise lorsque le conseil compte plus de 6 membres. Ce qui permet de conforter davantage les arguments théoriques avancés par Lipton et Lorsch (1992) et Jensen (1993). Des résultats comparables ont été obtenus par Guest (2009). Sur la base d'un échantillon de 2746 entreprises du Royaume-Uni pour la période 1981-2002, l'auteur montre un fort effet négatif de la taille du CA sur le rendement des actions. De même, Kumar et Singh (2013) analysent un échantillon de 176 sociétés cotées à la bourse de Bombay et observent que la taille du CA est négativement liée à la valeur de l'entreprise.

Les études rapportant un effet positif de la taille du conseil d'administration sur la performance de l'entreprise sont relativement peu nombreuses. En voici quelques-unes : Kiel et Nicholson (2003) ; Larmou et Vafeas (2010) ; Husted et de Sousa-Filho (2018). L'étude de Kiel et Nicholson (2003) s'est appuyée sur un échantillon constitué des 348 plus grandes sociétés cotées à la bourse d'Australie en 1996. Celle de Larmou et Vafeas (2010) s'est, quant à elle, basée sur un échantillon de 257 entreprises américaines ayant connu de mauvaises performances opérationnelles sur trois années consécutives. De plus, en se

basant sur un échantillon composé de 176 entreprises de quatre pays d'Amérique latine (Brésil, Chili, Colombie et Mexique) sur la période allant de 2011 à 2014, Husted et de Sousa-Filho (2018) montrent que les entreprises ayant un conseil d'administration de grande taille ont tendance à divulguer davantage d'informations sur les facteurs environnementaux, sociaux et de gouvernance (facteurs d'ESG). Plus récemment, Atif et al. (2020) montrent, sur la base d'un échantillon de 1491 entreprises américaines appartenant à l'indice S&P 1500 sur la période 2008-2016, que la taille du conseil d'administration est positivement associée à la performance de l'entreprise.

En outre, en utilisant la méthode des moments généralisés, Wintoki et al. (2012) indiquent que la taille du conseil d'administration n'a aucune incidence sur la performance de l'entreprise.

4. DIVERSITÉ DU GENRE

Malgré l'indéniable progression de leur proportion durant ces dernières années, les femmes restent relativement sous représentées au sein des conseils d'administration (voir, par exemple Brédart (2020), pour le cas des entreprises françaises). Selon une enquête réalisée par Catalyst en 2020, la proportion d'administrateurs femmes au sein des CA au Canada, en France, au Japon et aux États-Unis, était en 2019 estimée à 29.1%, 44.3%, 8.4% et 26.1%, respectivement.

Entre hommes et femmes, les différences de comportements ne font généralement pas l'objet de controverses (Levi et al. (2013)). A titre d'exemple, Huang et Kisgen (2013) montrent que lorsqu'il s'agit de prendre les grandes décisions d'investissement et de financement, les femmes cadres sont plus prudentes que les hommes. En accord avec ce constat, Adams et Ferreira (2009) avancent que les femmes sont plus impliquées que les hommes

dans les fonctions de surveillance et y consacrent plus de temps. De plus, Gul et al. (2011) suggèrent que l'intégration des femmes au sein des conseils d'administration peut également faire évoluer le style de management en le rendant plus communicatif et participatif, permettant ainsi une meilleure diffusion de l'information financière.

Au-delà de ces arguments théoriques, la représentation des femmes au sein des CA s'insère depuis quelques années dans un cadre institutionnel plus contraignant pour les entreprises. En effet, face aux pressions croissantes des organismes gouvernementaux, un certain nombre de pays ont voté en faveur de la mise en place de quotas de représentation de femmes dans les conseils d'administration. La Norvège a été le premier pays au monde à imposer ce quota. Plus précisément le parlement norvégien a adopté, en décembre 2003, une loi obligeant les sociétés anonymes publiques à accorder aux femmes 40% des sièges de leurs CA. Plusieurs autres pays, tels que l'Espagne, l'Islande et la France ont emboité le pas et adopté des lois comparables.

Au cours de ces dernières années, un nombre considérable d'études sur l'impact de la diversité du genre sur la performance de l'entreprise ont vu le jour. Sur le plan théorique, la plupart des études se sont inspirées de la théorie du capital humain, de la théorie de la dépendance aux ressources et de la théorie d'agence.

En plaçant l'humain au cœur de l'économie, Becker (1964) définit le capital humain comme un ensemble de connaissances, d'aptitudes et de compétences pouvant être bénéfiques aux organisations. Selon Kesner (1988), chaque administrateur est détenteur d'un capital humain unique pouvant être mis au service du conseil d'administration et de l'entreprise. Ainsi, la nomination des femmes aux conseils d'administration est importante dans la mesure où leur capital humain (notamment en termes de

compétences sociales) peut être différent de celui des hommes (voir, Dang et Vo (2012)). En s'appuyant sur la théorie de la dépendance aux ressources, Hillman et al. (2007) avancent que l'intégration des femmes au conseil d'administration permettrait à l'entreprise d'avoir accès à des ressources de compétences et de créer des liens avec son environnement. En s'alignant sur les prémisses de la théorie d'agence, Carter et al. (2003) suggèrent que la diversité du genre permet d'accroître l'indépendance du conseil d'administration, de promouvoir une justice procédurale et d'assurer ainsi une meilleure représentation des intérêts des actionnaires.

D'un point de vue empirique, un nombre considérable de travaux ont eu pour but d'étudier l'impact de la représentation des femmes au sein du CA sur la performance de l'entreprise. Les résultats de ces études s'avèrent non concluants. Par exemple, Carter et al. (2003) mettent en évidence une relation positive entre le pourcentage de femmes administrateurs et la valeur de l'entreprise (mesurée par le Q de Tobin). Ces résultats doivent néanmoins être interprétés avec prudence, dans la mesure où cette étude ne prend pas suffisamment en compte les problèmes d'endogénéité pouvant notamment provenir des variables omises ou de la causalité inverse. En étudiant un échantillon de 458 acquisitions initiées par des entreprises de l'indice S&P 1500, durant la période 1997 – 2009, Levi et al. (2013) rapportent que la présence des femmes au conseil d'administration de l'acquéreur est négativement corrélée à la prime d'assurance, impliquant que leur présence au CA est associée à une plus faible probabilité d'entreprendre des acquisitions destructrices de valeur. Par ailleurs, en s'appuyant sur un échantillon composé de plus de 2000 entreprises chinoises cotées, Liu et al. (2013) constatent que la diversité du genre et la performance de l'entreprise sont positivement associées. Ces auteurs soulignent également que l'impact sur la performance est encore plus prononcé lorsque

siègent trois femmes ou plus au CA, ce qui est en adéquation avec la théorie du « Token » ou de la masse critique, selon laquelle : un est un jeton, deux est une présence, et trois est une voix (voir Kanter (1977) et Kristie (2011)). De plus, sur la base d'un large échantillon d'entreprises britanniques, Lara et al. (2017) affirment que le pourcentage de femmes au sein du CA est associé à une moindre gestion des résultats. Green et Homroy (2018) observent, sur un échantillon de grandes entreprises européennes, que la représentation des femmes aux conseils d'administration ainsi qu'aux comités spécialisés est associée à une meilleure performance de l'entreprise. De même, en utilisant un échantillon de 1224 entreprises américaines durant la période 1998 - 2006, Chen et al. (2018) suggèrent que la diversité du genre est positivement associée à la capacité d'innovation des entreprises et permet conséquemment aux entreprises appartenant aux industries innovantes de réaliser de meilleures performances.

Notre revue de littérature révèle l'existence d'une série d'autres études rapportant un effet négatif ou une absence d'effet de la diversité du genre sur la performance de l'entreprise. Ahern et Dittmar (2012) estime l'effet de l'imposition du quota de représentation des femmes au CA sur la valeur des entreprises norvégiennes. Les auteurs montrent que cette imposition a eu un impact significativement négatif et attribuent cet effet au manque d'expérience managériale des jeunes femmes nouvellement nommées. En accord avec ce constat, Matsa et Miller (2013) montrent que les entreprises norvégiennes affectées par les quotas licencient moins, ce qui entraîne des coûts de main-d'œuvre plus élevés et conséquemment une moins bonne performance. En se basant sur un échantillon d'entreprises du FTSE 100 (indice boursier regroupant les 100 plus importantes capitalisations boursières de la bourse de Londres), Haslam et al. (2010) montrent que la présence des femmes au CA est négativement associée à la performance boursière (mesurée par le

Q de Tobin) et positivement associée à la performance comptable (mesurée par le ROA et le ROE). Sur la base d'un échantillon composé de 105 entreprises françaises appartenant à l'indice SBF 120, Boubaker et al. (2014) montrent que la représentation des femmes au CA est négativement associée à la performance financière de l'entreprise (telle que mesurée par la valeur Q de Tobin). En s'appuyant sur un échantillon composé de 3000 entreprises américaines, Conyon et He (2017) rapportent que la diversité du genre a un impact positif et largement significatif sur les entreprises hautement performantes, comparativement aux entreprises à faibles performances. En utilisant un échantillon composé de 394 entreprises françaises sur la période 2000-2010, Bennouri et al. (2018) montrent que la diversité du genre est positivement corrélée au ROA ainsi qu'au ROE et est négativement corrélée au Q de Tobin. En utilisant la méthode des moments généralisés sur un panel d'entreprises cotées sur Euornext Paris, composant l'indice SBF 250, sur la période 2006-2010, Chebbi et al. (2018) constatent que la représentation des femmes au CA n'a d'impact sur la performance sociétale de l'entreprise que lorsque le CA compte au moins 3 femmes. Leurs résultats montrent, en effet, que lorsque cette masse critique est atteinte, l'impact sur la PSE est négatif. En ayant recours à la méthodologie des études d'évènements sur un échantillon issu de la liste Fortune 500 au cours des années 1990, Farrell et Hersch (2005) ne soulève aucun effet de la nomination des femmes au CA sur les rendements anormaux autour de la date d'annonce.

En se basant sur un échantillon d'entreprises de l'indice S&P 1500 sur la période 2008-2016, Atif et al. (2020) montrent que la variable d'interaction entre la diversité du genre et la part de la consommation énergétique des entreprises provenant des énergies renouvelables est positivement associée à la performance de l'entreprise. En utilisant un échantillon d'entreprises composant l'indice S&P 500 sur la période 2004-2015, Đặng et al. (2020)

rappellent que la représentation des femmes au sein des conseils d'administration est positivement associée à la performance financière de l'entreprise (mesurée par le rendement des actifs).

5. CUMUL DES MANDATS

L'impact du cumul des mandats ou la dualité des fonctions de direction générale et de présidence du conseil d'administration sur la performance des entreprises représente une des questions les plus débattues en gouvernance d'entreprise⁴. Deux principales théories ont été avancées pour expliquer cette relation. Le premier argument, communément appelé l'« *entrenchment argument* », s'inscrit dans le cadre de la théorie d'agence. Cette théorie suppose que les dirigeants seraient capables de neutraliser les mécanismes de contrôles qui pèsent sur eux, afin de s'octroyer des avantages personnels plus importants.

En effet, une des principales fonctions du conseil d'administration consiste à contrôler les actions des dirigeants en s'assurant qu'elles concordent avec les intérêts des actionnaires. Ainsi, les détracteurs de la structure duale du CA soutiennent que lorsqu'il y a cumul des fonctions de directeur général et de président du conseil d'administration, l'efficacité des mécanismes de contrôle peut être compromise, aggravant ainsi les problèmes d'agence (Fama et Jensen (1983) et Jensen (1993)).

Le deuxième argument, connu sous le nom de l'« *efficiency argument* » repose essentiellement sur la théorie de l'intendance. En effet, les tenants de cette théorie considèrent que dans la

⁴ En France, la loi française de Juillet 1966 offre la possibilité de choisir entre la formule moniste (à conseil d'administration) et la structure duale (comprenant un directoire et un conseil de surveillance) n'autorisant pas le cumul des deux fonctions. Pour ce qui est de la première formule, la loi NRE de 2001 offre aux conseils d'administration la possibilité de choisir entre le cumul ou la dissociation des fonctions de directeur général et de président du conseil d'administration. Ainsi, les entreprises françaises peuvent opter pour l'une de ces trois organisations des pouvoirs (Godard et Schatt (2005)).

mesure où les dirigeants possèdent une parfaite connaissance de leur entreprise, la structure duale du conseil d'administration devrait permettre au dirigeant d'assurer une meilleure coordination des activités du CA ainsi qu'une plus grande célérité dans la mise en œuvre des orientations stratégiques. Les défenseurs de ce courant avancent également que la dualité permet d'avoir un leadership clair et d'éliminer les coûts associés au transfert d'information entre le dirigeant et le président du conseil d'administration (Anderson et Anthony (1986) et Brickley et al. (1997)).

Nous pouvons ainsi en déduire qu'il n'existe pas de consensus théorique sur le sujet. Compte tenu de la divergence de ces arguments théoriques, la dualité serait donc une question essentiellement empirique. Au cours de ces dernières années, bon nombre d'études se sont attachées à étudier l'influence de la dualité sur la performance de l'entreprise. Il s'avère toutefois que ces études sont non concluantes et sont souvent heurtées au scepticisme en raison des problèmes d'endogénéité inhérents à ce type d'études (voir, Adams et al. (2010)).

Certaines études empiriques viennent corroborer la thèse de l'enracinement. Par exemple, à partir d'un échantillon aléatoire de 141 entreprises du Fortune 500, Rechner et Dalton (1991) montrent que les entreprises où les fonctions de directeur général et de président du CA sont disjointes affichent de meilleures performances que les entreprises ayant une structure duale. De même, en se basant sur un échantillon composé de 112 banques américaines entre 1987 et 1990, Timme (1993) constate que le rendement des actifs est plus faible lorsque le directeur général est également président du conseil d'administration. En se basant sur un échantillon de 207 entreprises françaises composant l'indice SBF120, Lakhali (2006) montre que la dualité menace la transparence de l'information financière. Les résultats de l'auteure montrent, plus précisément, que lorsque le directeur d'une entreprise est également président du CA, la probabilité de

publication des annonces volontaires de résultats diminue. En utilisant la méthode des moments généralisés sur un panel de 950 entreprises américaines, Duru et al. (2016) avancent que la dualité est négativement corrélée à la performance des entreprises. Sur la base d'un échantillon d'entreprises américaines appartenant au secteur informatique en 1997, Tang (2017) montre que la dualité est négativement associée à la performance de l'entreprise lorsque le dirigeant possède un pouvoir dominant par rapport aux autres membres du CA.

A l'inverse, les résultats d'autres études permettent de soutenir l'hypothèse alternative. Parmi ces études, on trouve celle de Brickley et al. (1997) qui s'appuie sur un échantillon de 661 grandes entreprises américaines en 1998. Leurs résultats montrent notamment qu'il n'existe aucune preuve permettant d'affirmer que la dualité est associée à une diminution de la performance de l'entreprise. En examinant un échantillon de 760 grandes entreprises américaines cotées en bourse sur la période 2001 – 2009, Dey et al. (2011) rapportent que la sensibilité de la rémunération à la performance baisse à la suite de la séparation des fonctions de direction générale et de présidence du conseil d'administration, et vice versa. En utilisant un échantillon de 447 entreprises américaines de l'indice S&P 500, Goergen et al. (2020) avancent que la dualité des fonctions de direction générale et de présidence du CA peut être bénéfique aux entreprises de petite taille et à celles soumises à une forte concurrence.

Afin de limiter les problèmes d'endogénéité, certaines études utilisent des chocs exogènes pour étudier l'efficacité de la dualité. Par exemple, en se basant sur la crise des Savings and loan des années 80, Byrd et al. (2012) montrent que les caisses d'épargne (« Thrifts ») ayant unifié les fonctions de président du CA et directeur général étaient plus susceptibles de survivre à la crise. De plus, en utilisant l'accord de libre-échange canado-américain de 1989 comme choc exogène, les résultats de Yang et Zhao

(2014) viennent conforter l'hypothèse selon laquelle la structure duale du conseil d'administration permettrait de réduire les coûts associés au transfert d'information et d'assurer la célérité dans la prise des décisions.

Sur la base d'un échantillon de 375 entreprises du Fortune 500, Baliga et al. (1996) rapportent que les modifications de la structure de direction n'ont d'impact ni sur la performance opérationnelle des entreprises ni sur leurs performances boursières. En utilisant un échantillon de 1124 entreprises britanniques cotées à la bourse de Londres entre 1989 et 1996 ; période coïncidant avec la publication du rapport Cadbury qui appelle à l'abolition de la dualité, Dahya et al. (2009) soulignent que les entreprises qui ont séparé ces deux fonctions, pour se conformer aux recommandations formulées dans le rapport, n'ont pas réalisé de meilleures performances. De plus, en examinant la réaction du marché américain à l'annonce de deux événements règlementant notamment la dualité des fonctions de direction générale et de présidence du CA (le *Shareholder Bill of Rights Act* de 2009, introduit au Sénat américain et *Shareholder Empowerment Act* de 2009 introduit par la chambre des représentants des Etats-Unis), Larcker et al. (2011) montrent que les rendements anormaux associés à ces annonces ne sont pas liés à cette dualité. En se basant sur un échantillon composé de 815 entreprises américaines sur la période 2001-2004, Ellili (2007) montre que la séparation des fonctions de direction générale et présidence du CA n'affecte pas la richesse des actionnaires.

En étudiant un échantillon de 192 entreprises américaines en 1980, Boyd (1995) rapportent que lorsque les deux fonctions sont occupées par une seule personne, l'impact sur la performance de l'entreprise peut être positif sous certaines conditions et négatif dans d'autres. En appliquant la méthodologie des études d'événements, Palmon et Wald (2002) étudient l'impact des modifications de la structure de directions sur un échantillon

composé de 157 entreprises américaines entre 1986 et 1999 et montrent que la séparation des deux fonctions est positivement associée aux rendements anormaux pour les grandes entreprises, tandis qu'elle est négativement associée à ces rendements pour les entreprises de plus petite taille. Ces résultats vont à l'encontre de ceux de Faleye (2007), qui se sont appuyés sur un échantillon de 1883 entreprises américaines en 1995. Leurs résultats montrent, en effet, que les entreprises les plus complexes bénéficient de cette dualité des fonctions contrairement à celles qui le sont moins. En étudiant les entreprises du S&P 1500 et du Fortune 1000, Krause et Semadeni (2013) montrent que la séparation des deux fonctions influence positivement la performance future des entreprises lorsque la performance passée est faible, et inversement.

6. MANDATS MULTIPLES DES ADMINISTRATEURS

La question des « busy directors » ou des administrateurs qui siègent concomitamment dans plusieurs autres conseils d'administrations a fait - et continue de faire - l'objet d'une attention considérable non seulement dans la sphère académique, mais aussi dans les arènes institutionnelles en France comme à l'étranger. Certaines études et notamment celle de Fama et Jensen (1983) avancent que le cumul des mandats reflète la qualité et la réputation des administrateurs. En effet, le cumul des mandats permet aux administrateurs d'acquérir une expérience plus large et d'avoir une meilleure connaissance des différentes pratiques, stratégies et styles de gestion mis en œuvre par d'autres entreprises (Carpenter et Westphal (2001)). D'autres études stipulent, en revanche, que la présence d'administrateurs cumulards au sein du CA peut être préjudiciable aux intérêts des actionnaires (voir, par exemple, Fich et Shivdasani (2006)). Selon ces auteurs, le temps représente la principale contrainte de ces

administrateurs car il entrave leur capacité de mener à bien les responsabilités qui leur incombent.

Un certain nombre d'études se sont penchées sur la question pour déterminer, de façon empirique, lequel de ces deux effets prédomine. Plus précisément, ces travaux ont cherché à savoir si les bénéfices de la présence de ces administrateurs au sein du CA l'emportent sur coûts engendrés par leur hypothétique manque de disponibilité, et vice versa.

En concordance avec le premier argument selon lequel le nombre de mandats détenus traduit la qualité des administrateurs, Ferris et al. (2003) montrent que, comparés à leurs homologues, les administrateurs cumulant plusieurs mandats ne font pas forcément l'objet de plus de poursuites. Cela suggère qu'ils ne se dérobent pas à leurs responsabilités. Perry and Peyer (2005) montrent que les entreprises ayant une bonne gouvernance obtiennent de meilleures performances lorsque leurs administrateurs exécutifs rejoignent d'autres conseils d'administration. Les résultats obtenus par d'autres études viennent, en outre, appuyer l'hypothèse selon laquelle les administrateurs hautement qualifiés sont appelés à siéger à de nombreux conseils d'administration (voir, par exemple, Coles et Hoi (2003) et Bugeja et al. (2009)). Par ailleurs, Field et al. (2013) considèrent un échantillon composé de 1099 entreprises américaines, ayant entrepris un premier appel public à l'épargne, que la présence des « busy directors » est positivement associée à la valeur de l'entreprise. Cela indique que ces entreprises bénéficient de l'expertise, des conseils et des réseaux de contacts de ces administrateurs.

Contrairement aux études susmentionnées, plusieurs autres études montrent que la présence d'administrateurs cumulards peut nuire à la performance de l'entreprise. Core et al. (1999) et Shivdasani et Yermack (1999) avancent, par exemple, que les administrateurs sont dans l'incapacité de s'acquitter efficacement

de leurs fonctions de surveillance lorsqu'ils cumulent plusieurs mandats. En effet, en se basant sur un échantillon de 205 entreprises américaines cotées en bourse entre 1982 et 1984, Core et al. (1999) rapportent que le cumul de mandats d'administrateurs est associé à une rémunération excessive des dirigeants. En accord avec ce constat, Shivdasani et Yermack (1999) montrent, en se basant un échantillon de 341 entreprises du Fortune 500 entre 1994 et 1996, que lorsque le dirigeant dispose d'une plus grande influence sur le recrutement des administrateurs, les "busy directors" sont davantage susceptibles de rejoindre le CA. Leur présence au sein du CA peut conséquemment caractériser une situation dans laquelle le dirigeant aurait un pouvoir excessif (Adams et al. (2010)). A partir d'un échantillon de 508 grandes entreprises américaines sur la période 1989 - 1995, Fich and Shivdasani (2006) avancent que les entreprises dont les conseils d'administration sont majoritairement composés d'administrateurs indépendants siégeant dans au moins trois autres CA, affichent une rentabilité plus faible, un plus faible ratio « market-to-book » et sont moins susceptibles de remercier leurs dirigeants à la suite de mauvaises performances. Les auteurs observent également que le marché réagit favorablement aux annonces de départ du CA des administrateurs cumulards. Ces mêmes auteurs montrent, en revanche, des réactions négatives du marché lorsque les administrateurs multiplient les mandats et deviennent conséquemment « busy ». De plus, en se basant sur un échantillon de 2213 entreprises américaines sur la période 1996 – 2003, Adams and Ferreira (2008) montrent que les administrateurs qui cumulent plusieurs mandats s'absentent plus fréquemment que leurs homologues, indiquant qu'ils ont moins de temps à consacrer à chaque entreprise. Jiraporn et al. (2009) parviennent à des résultats similaires sur un échantillon composé de 1471 grandes entreprises américaines entre 1999 et 2003. En utilisant les décès des administrateurs et des dirigeants comme « expérience naturelle », Falato et al. (2014) montrent que la présence d'administrateurs cumulards entraîne

une dégradation de la qualité des fonctions de surveillance du conseil d'administration, étayant ainsi l'hypothèse selon laquelle leur présence au sein du CA serait préjudiciable aux intérêts des actionnaires. En étudiant les modifications de la composition des conseils d'administrations induites par les fusions, Hauser (2018) montre que la réduction des nominations au CA est associée à une rentabilité et un ratio « market-to-book » plus élevés ainsi qu'à une plus grande probabilité de voir les administrateurs rejoindre les comités spécialisés. Danaliuc et al. (2020) obtiennent des résultats similaires sur un échantillon composé de grandes entreprises australiennes entre 2004 et 2018.

En accord avec ces derniers résultats, de nombreuses recommandations ont été formulées, dans plusieurs pays, dans des rapports et des codes de bonne conduite à destination des entreprises. Aux États-Unis, par exemple, le Council of Institutional Investors (CII), l'Institutional Shareholder Services (ISS) et la National Association of Corporate Directors (NACD) recommandent de limiter le nombre de conseils d'administration au sein desquels un administrateur peut siéger. En France, le code de gouvernement d'entreprises des sociétés cotées de l'AFEP-MEDEF indique, dans sa version révisée de janvier 2020, qu'un « *administrateur ne doit pas exercer plus de quatre autres mandats dans des sociétés cotées extérieures au groupe, y compris étrangères* ».

En réponse à ces recommandations, un grand nombre d'entreprises ont imposé des restrictions sur le nombre de mandats qu'un même administrateur peut détenir. En effet, selon une enquête réalisée par Spencer Stuart en 2020, 77% des entreprises américaines qui composent le S&P 500 imposent une limite au nombre de mandats pouvant être exercés dans d'autres CA. Un pourcentage en constante augmentation depuis plusieurs années.⁵ Certains CA ont même

⁵ Ce pourcentage est passé de seulement 27% en 2006, à 77% en 2020 (Spencer Stuart, 2020).

introduit une limite numérique de mandats s'appliquant à tous les administrateurs. Cette limite est fixée à trois voire quatre mandats supplémentaires par la plupart des CA. En outre, il est à noter que 98% des 23% de CA qui n'ont pas mis en place une limitation de mandats, demandent aux administrateurs de tenir le président du CA informé avant d'accepter une invitation à siéger dans un autre CA ou encourage les administrateurs à « limiter raisonnablement » le nombre de mandats dans d'autres CA. En France aussi, la déconcentration des mandats, amorcée depuis quelques années, se poursuit. En effet, toujours selon Spencer Stuart (2020), seuls 10% des administrateurs du CAC40 occupent entre 2 et 4 sièges. Ils représentent 13% au sein du SBF120.

7. CONCLUSION

Le thème de la gouvernance d'entreprise suscite, depuis la fin des années 90, un intérêt croissant, tant dans le monde académique que dans celui de l'entreprise. Les scandales financiers qui ont défrayé la chronique au cours de ces dernières années ont placé les systèmes de gouvernance d'entreprise sous étroite surveillance. Chacun de ces scandales a déclenché une nouvelle vague de critique à l'égard de la gouvernance d'entreprise.

Par exemple, la crise financière asiatique survenue en 1997 a entraîné une sensibilisation de l'opinion publique au sujet du délit d'initié. Les déboires d'Enron et de Worldcom ont ravivé les débats sur l'indépendance du CA et celle des comités d'audit. La crise économique et financière qui a sévi dans le monde de nombreuses années après son apparition en 2008, a soulevé des préoccupations autour des politiques de rémunération qui pourraient avoir incité à la prise de risque excessive. Au cœur de

réformes en matière de gouvernance d'Ese se trouve un intérêt commun pour la question de l'efficacité du CA.

La prise de conscience des risques que peut induire une certaine inefficacité du CA et les nombreuses revendications des actionnaires ont contribué à l'apparition de nombreux rapports ayant pour but de recommander des normes en matière de gouvernance d'entreprises et des « codes de bonne conduite » destinés aux dirigeants d'entreprise. Ces recommandations suggèrent, entre autres, d'augmenter la représentation des administrateurs indépendants ainsi que celle des femmes au CA, de séparer les fonctions de direction générale et de présidence du conseil d'administration, etc.

La littérature relate un nombre considérable de travaux sur l'efficacité du CA, la plupart d'entre eux s'étant principalement focalisés sur l'impact de la structure du conseil d'administration sur la performance de l'entreprise. Les principales caractéristiques ayant été identifiées comme pouvant influencer l'efficacité des CA sont l'indépendance du conseil d'administration, sa taille, la diversité du genre ainsi que la dualité des fonctions de direction générale et de présidence du conseil d'administration.

Bien que n'ayant pas pour objet de dresser un panorama exhaustif des travaux publiés sur ces questions, notre revue de littérature permet de mettre en lumière la discordance des résultats issus de cette littérature. Pour expliquer cette hétérogénéité, différentes pistes peuvent être envisagées. En effet, dans la mesure où, comme le montre le tableau synthétique figurant en annexe, les études que nous avons citées ont été menées dans plusieurs pays, la divergence des résultats est vraisemblablement due au contexte légal et institutionnel de chaque pays. Par exemple, pour ce qui est de la diversité du genre au CA, certains pays, comme la Belgique, l'Espagne,

la France, l'Islande ou la Norvège, ont instauré des quotas de représentation de femmes dans les CA, tandis que d'autres, comme le Royaume-Uni ou les Etats-Unis, ont introduit des recommandations dans les codes de gouvernance nationaux. Cela a eu pour effet la modification de la composition des CA dans certains pays et a probablement aussi eu un impact sur la performance de ces entreprises.

La disparité des résultats obtenus peut également être attribuable aux différentes méthodologies utilisées dans les études que nous avons citées. Certaines études n'ont, par exemple, même pas abordé les problèmes d'endogénéité, tandis que d'autres ont tenté de résoudre ces problèmes en utilisant des méthodes appropriées. En effet, les études empiriques mettant en relation la structure du conseil d'administration et la performance de l'entreprise peuvent être affectées par des problèmes d'endogénéité et produire des estimations potentiellement biaisées (Wintoki et al. (2012)). Les résultats suggèrent une relation causale allant de la structure du conseil d'administration vers la performance de l'entreprise. Ces résultats peuvent néanmoins être interprétés différemment. Par exemple, dans la mesure où le nombre de mandats détenus par les administrateurs peut refléter leur qualité et leur réputation, une relation positive entre le cumul de mandats des administrateurs et la performance de l'entreprise peut aussi bien illustrer l'attrait des administrateurs (cumulards) pour les entreprises les plus performantes. En plus du biais de causalité inverse, l'endogénéité peut également provenir de l'existence de variables omises ou de biais de simultanéité. Afin de limiter les problèmes d'endogénéité inhérents à cette relation, de nombreuses techniques peuvent être utilisées, telles que le modèle dit « dynamique », la technique des variables instrumentales ou encore l'identification des chocs exogènes. Il semble donc important que les recherches futures sur l'impact

de la structure du conseil d'administration sur la performance de l'entreprise prennent systématiquement en compte les biais liés à l'endogénéité et utilisent les méthodes économétriques adaptées pour les corriger.

Toujours sur le plan méthodologique, l'inconsistance des résultats des recherches citées dans cet article peut également s'expliquer par la variabilité des indicateurs utilisés pour mesurer la performance de l'entreprise. Certaines études considèrent, par exemple, des mesures de performance comptable, telles que mesurées par le rendement des actions ou le rendement des capitaux propres, tandis que d'autres utilisent la valeur de l'entreprise, mesurée par le Q de Tobin. Ce manque d'uniformité dans les mesures de performance nuit naturellement à la comparaison. Notre revue de littérature révèle, en outre, que la plupart des travaux étudient la performance de l'entreprise sous un angle financier. D'autres études pourraient apporter de nouvelles perspectives si elles venaient à explorer davantage d'autres indicateurs mesurant notamment la performance sociale et environnementale des entreprises.

Cela dit, au vu de cette divergence de résultats rapportés par la littérature, ces thématiques de recherche continueront sans doute à faire couler beaucoup d'encre.

RÉFÉRENCES

- Adams, R., Hermalin, B. E., and Weisbach, M. S. (2010). The role of boards of directors in corporate governance: A conceptual framework and survey. *Journal of Economic Literature*, 48(1):58_107.
- Adams, R. B. and Ferreira, D. (2008). Do directors perform for pay? *Journal of Accounting and Economics*, 46(1):154_171.
- Agrawal, A. and Knoeber, C. R. (1996). Firm performance and mechanisms to control agency problems between managers and shareholders. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 31(03):377_397.

- Ahern, K. R. and Dittmar, A. K. (2012). The changing of the boards: The impact on firm valuation of mandated female board representation. *The Quarterly Journal of Economics*, 127(1):137_197.
- Anderson, C. A. and Anthony, R. N. (1986). *The new corporate directors: Insights for board members and executives*. Wiley, New York, NY.
- Armstrong, C. S., Core, J. E., and Guay, W. R. (2014). Do independent directors cause improvements in firm transparency? *Journal of Financial Economics*.
- Atif, M., Hossain, M., Alam, M. S., & Goergen, M. (2020). Does board gender diversity affect renewable energy consumption? *Journal of Corporate Finance*, 101665.
- Baliga, B., Moyer, R. C., and Rao, R. S. (1996). CEO duality and firm performance: what's the fuss? *Strategic Management Journal*, 17(1):41_53.
- Bebchuk, L. A., Coates IV, J. C., and Subramanian, G. (2002). The powerful antitakeover force of staggered boards: theory, evidence and policy. *Stanford Law Review*, 54:887_951.
- Becker, G. S. (1964). *Human capital theory*. Columbia, New York, 1964.
- Benkel, M., Mather, P., Ramsay, A., et al. (2006). The association between corporate governance and earnings management: The role of independent directors. *Corporate Ownership and Control*, 3(4):65_75.
- Bennedsen, M., Kongsted, H. C., and Nielsen, K. M. (2008). The causal effect of board size in the performance of small and medium-sized firms. *Journal of Banking & Finance*, 32(6):1098_1109.
- Bennouri, M., Chtioui, T., Nagati, H., and Nekhili, M. (2018). Female board directorship and firm performance: What really matters? *Journal of Banking & Finance*, 88:267_291.
- Berle, A. and Means, G. (1932). *The Modern Corporation and Private Property*. Macmillan, New York, Macmillan, New York.
- Bhagat, S. and Black, B. S. (2002). The non-correlation between board independence and long-term firm performance. *Journal of Corporation Law*, 27:231_273.

- Boubaker, S., Dang, R., & Nguyen, D. K. (2014). Does board gender diversity improve the performance of French listed firms?. *Gestion* 2000, 31(1), 259-269.
- Boyd, B. K. (1995). CEO duality and firm performance: A contingency model. *Strategic Management Journal*, 16(4):301_312.
- Brédart, X. (2020). La gouvernance d'entreprise a-t-elle évolué? Analyse des entreprises du SBF 120 sur la période 2000-2015. *Management Avenir*, (3), 63-81.
- Brickley, J. A., Coles, J. L., and Jarrell, G. (1997). Leadership structure: Separating the CEO and chairman of the board. *Journal of Corporate Finance*, 3(3):189_220.
- Byrd, J., Fraser, D. R., Scott Lee, D., and Tartaroglu, S. (2012). Are two heads better than one? Evidence from the thrift crisis. *Journal of Banking & Finance*, 36(4):957_967.
- Byrd, J. W. and Hickman, K. A. (1992). Do outside directors monitor managers?: Evidence from tender offer bids. *Journal of Financial Economics*, 32(2):195_221.
- Bugeja, M., Rosa, R. D. S., and Lee, A. (2009). The impact of director reputation and performance on the turnover and board seats of target firm directors. *Journal of Business Finance & Accounting*, 36(1-2):185_209.
- Carter, D. A., Simkins, B. J., and Simpson, W. G. (2003). Corporate governance, board diversity, and firm value. *Financial review*, 38(1):33_53.
- Carpenter, M. A. and Westphal, J. D. (2001). The strategic context of external network ties: Examining the impact of director appointments on board involvement in strategic decision making. *Academy of Management Journal*, 44(4):639_660.
- Catalyst (2020). Quick take: Women on boards. Technical report, New York: Catalyst.
- Chebbi, K., Dang, R., & Houanti, L. H. (2018). Représentation des femmes au conseil d'administration et performance sociétale de l'entreprise: existe-t-il un lien?. *Gestion* 2000, 35(5), 23-43.
- Chen, J., Leung, W. S., and Evans, K. P. (2018). Female board representation, corporate innovation and firm performance. *Journal of Empirical Finance*, 48:236_254.

- Cheng, S. (2008). Board size and the variability of corporate performance. *Journal of Financial Economics*, 87(1):157_176.
- Coles, J. L. and Hoi, C.-K. (2003). New evidence on the market for directors: Board membership and pennsylvania senate bill 1310. *The Journal of Finance*, 58(1):197_ 230.
- Conyon, M. J. and He, L. (2017). Firm performance and boardroom gender diversity: A quantile regression approach. *Journal of Business Research*, 79:198_211.
- Conyon, M. J. and Peck, S. I. (1998). Board size and corporate performance: evidence from European countries. *The European Journal of Finance*, 4(3):291_304.
- Core, J. E., Holthausen, R. W., and Larcker, D. F. (1999). Corporate governance, chief executive officer compensation, and firm performance. *Journal of Financial Economics*, 51(3):371_406.
- Cotter, J. F., Shivdasani, A., and Zenner, M. (1997). Do independent directors enhance target shareholder wealth during tender offers? *Journal of Financial Economics*, 43(2):195_218.
- Dah, M. A., Frye, M. B., and Hurst, M. (2014). Board changes and CEO turnover: The unanticipated effects of the sarbanes_oxley act. *Journal of Banking & Finance*, 41:97_108.
- Dahya, J., Garcia, L. G., and Van Bommel, J. (2009). One man two hats: what's all the commotion! *Financial Review*, 44(2):179_212.
- Dalton, D. R., Daily, C. M., Ellstrand, A. E., and Johnson, J. L. (1998). Meta-analytic reviews of board composition, leadership structure, and financial performance. *Strategic Management Journal*, 19(3):269_290.
- Dalton, D. R., Daily, C. M., Johnson, J. L., and Ellstrand, A. E. (1999). Number of directors and financial performance: A meta-analysis. *Academy of Management journal*, 42(6):674_686.
- Dang, R., Houanti, L. H., Reddy, K., & Simioni, M. (2020). Does board gender diversity influence firm profitability? A control function approach. *Economic Modelling*, 90, 168-181.
- Dang, R. and Vo, L.-C. (2012). Women on corporate boards of directors: Theories, facts and analysis. In *Board directors and corporate social responsibility*, pages 3_21. Springer.

- De Andres, P., Azofra, V., and Lopez, F. (2005). Corporate boards in OECD countries: size, composition, functioning and effectiveness. *Corporate Governance: An International Review*, 13(2):197_210.
- Dey, A., Engel, E., and Liu, X. (2011). CEO and board chair roles: To split or not to split? *Journal of Corporate Finance*, 17(5):1595_1618.
- Donaldson, L. and Davis, J. H. (1991). Stewardship theory or agency theory: CEO governance and shareholder returns. *Australian Journal of Management*, 16(1):49_64.
- Donaldson, T. and Preston, L. E. (1995). The stakeholder theory of the corporation: Concepts, evidence, and implications. *Academy of Management Review*, 20(1):65_91.
- Duru, A., Iyengar, R. J., and Zampelli, E. M. (2016). The dynamic relationship between CEO duality and firm performance: The moderating role of board independence. *Journal of Business Research*, 69(10):4269_4277.
- Eisenberg, T., Sundgren, S., and Wells, M. T. (1998). Larger board size and decreasing firm value in small firms. *Journal of Financial Economics*, 48(1):35_54.
- Ellili, N. O. D. (2007). La propriété managériale, les caractéristiques du conseil d'administration et la richesse des actionnaires. *La revue des sciences de gestion*, (2), 143-154.
- Falato, A., Kadyrzhanova, D., and LeI, U. (2014). Distracted directors: Does board busyness hurt shareholder value? *Journal of Financial Economics*.
- Faleye, O. (2007). Does one hat fit all? The case of corporate leadership structure. *Journal of Management & Governance*, 11(3):239_259.
- Fama, E. F. (1980). Agency problems and the theory of the firm. *The Journal of Political Economy*, pages 288_307.
- Fama, E. F. and Jensen, M. C. (1983). Separation of ownership and control. *Journal of Law and Economics*, pages 301_325.
- Fan, Y., Jiang, Y., Kao, M. F., & Liu, F. H. (2020). Board independence and firm value: A quasi-natural experiment using Taiwanese data. *Journal of Empirical Finance*, 57, 71-88.
- Farrell, K. A. and Hersch, P. L. (2005). Additions to corporate boards: the effect of gender. *Journal of Corporate Finance*, 11(1):85_106.

- Ferreira, D., Ferreira, M. A., and Raposo, C. C. (2011). Board structure and price informativeness. *Journal of Financial Economics*, 99(3):523_545.
- Ferris, S. P., Jagannathan, M., and Pritchard, A. C. (2003). Too busy to mind the business? Monitoring by directors with multiple board appointments. *The Journal of Finance*, 58(3):1087_1112.
- Ferris, S. P. and Yan, X. S. (2007). Do independent directors and chairmen matter? The role of boards of directors in mutual fund governance. *Journal of Corporate Finance*, 13(2):392_420.
- Fich, E. M. and Shivdasani, A. (2006). Are busy boards effective monitors? *The Journal of Finance*, 61(2):689_724.
- Field, L., Lowry, M., and Mkrtychyan, A. (2013). Are busy boards detrimental? *Journal of Financial Economics*, 109(1):63_82.
- Freeman, R. E. (1984). *Strategic management: a stakeholder approach*. Boston: Pitman.
- Freeman, R. E., Wicks, A. C., and Parmar, B. (2004). Stakeholder theory and "the corporate objective revisited". *Organization Science*, 15(3):364_369. 5
- Godard, L., & Schatt, A. (2005). Caractéristiques et fonctionnement des conseils d'administration français. *Revue française de gestion*, (5), 69-87.
- Goergen, M., Limbach, P., & Scholz-Daneshgari, M. (2020). Firms' rationales for CEO duality: Evidence from a mandatory disclosure regulation. *Journal of Corporate Finance*, 65, 101770.
- Goodstein, J., Gautam, K., and Boeker, W. (1994). The effects of board size and diversity on strategic change. *Strategic management journal*, 15(3):241_250.
- Green, C. P. and Homroy, S. (2018). Female directors, board committees and firm performance. *European Economic Review*, 102:19_38.
- Guest, P. M. (2009). The impact of board size on firm performance: evidence from the UK. *The European Journal of Finance*, 15(4):385_404.
- Gul, F. A., Srinidhi, B., and Ng, A. C. (2011). Does board gender diversity improve the informativeness of stock prices? *Journal of Accounting and Economics*, 51(3):314_338.

- Harris, M. and Raviv, A. (2008). A theory of board control and size. *Review of Financial Studies*, 21(4):1797_1832.
- Haslam, S. A., Ryan, M. K., Kulich, C., Trojanowski, G., and Atkins, C. (2010). Investing with prejudice: the relationship between women's presence on company boards and objective and subjective measures of company performance. *British Journal of Management*, 21(2):484_497.
- Hauser, R. (2018). Busy directors and firm performance: Evidence from mergers. *Journal of Financial Economics*, 128(1):16_37.
- Hillman, A. J., Shropshire, C., & Cannella Jr, A. A. (2007). Organizational predictors of women on corporate boards. *Academy of Management Journal*, 50(4), 941_952.
- Huang, J. and Kisgen, D. J. (2013). Gender and corporate finance: Are male executives overconfident relative to female executives? *Journal of Financial Economics*, 108(3):822_839.
- Husted, B. W. and de Sousa-Filho, J. M. (2018). Board structure and environmental, social, and governance disclosure in Latin America. *Journal of Business Research*.
- Jensen, M. C. (1993). The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems. *the Journal of Finance*, 48(3):831_880.
- Jensen, M. C. and Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4):305_360.
- Jiraporn, P., Singh, M., and Lee, C. I. (2009). Ineffective corporate governance: Director Busyness and board committee memberships. *Journal of Banking & Finance*, 33(5):819_828.
- Kesner, I. F. (1988). Directors' characteristics and committee membership: An investigation of type, occupation, tenure, and gender. *Academy of Management journal*, 31(1):66_84.
- Kiel, G. C. and Nicholson, G. J. (2003). Board composition and corporate performance: how the Australian experience informs contrasting theories of corporate governance. *Corporate Governance: An International Review*, 11(3):189_205.

- Knyazeva, A., Knyazeva, D., and Masulis, R. W. (2013). The supply of corporate directors and board independence. *Review of Financial Studies*, 26(6):1561_1605.
- Krause, R. and Semadeni, M. (2013). Apprentice, departure, and demotion: An examination of the three types of CEO_board chair separation. *Academy of Management Journal*, 56(3):805_826.
- Kumar, N. and Singh, J. (2013). Effect of board size and promoter ownership on firm value: some empirical findings from India. *Corporate Governance*, 13(1):88_98.
- Lakhal, F. (2006). Les mécanismes de gouvernement d'entreprise et la publication volontaire des résultats en France. *Comptabilité-Contrôle-Audit*, 12(2), 69-92.
- Lara, J. M. G., Osma, B. G., Mora, A., and Scapin, M. (2017). The monitoring role of female directors over accounting quality. *Journal of Corporate Finance*, 45:651_668.
- Larcker, D. F., Ormazabal, G., and Taylor, D. J. (2011). The market reaction to corporate governance regulation. *Journal of Financial Economics*, 101(2):431_448.
- Larmou, S. and Vafeas, N. (2010). The relation between board size and firm performance in firms with a history of poor operating performance. *Journal of Management & Governance*, 14(1):61_85.
- Levi, M., Li, K., and Zhang, F. (2013). Director gender and mergers and acquisitions. *Journal of Corporate Finance*, 28, 185-200.
- Lipton, M. and Lorsch, J. W. (1992). A modest proposal for improved corporate governance. *The Business Lawyer*, pages 59_77.
- Liu, Y., Miletkov, M. K., Wei, Z., and Yang, T. (2015). Board independence and firm performance in china. *Journal of Corporate Finance*, 30:223_244.
- Liu, Y., Wei, Z., and Xie, F. (2013). Do women directors improve firm performance in China? *Journal of Corporate Finance*, 28, 169-184.
- Matsa, D. A. and Miller, A. R. (2013). A female style in corporate leadership? Evidence from quotas. *American Economic Journal: Applied Economics*, 5(3):136_169.
- Palmon, O. and Wald, J. K. (2002). Are two heads better than one? The impact of changes in management structure on performance by firm size. *Journal of Corporate Finance*, 8(3):213_226.

- Perry, T. and Peyer, U. (2005). Board seat accumulation by executives: A shareholder's perspective. *The Journal of Finance*, 60(4):2083_2123.
- Petra, S. T. (2007). The effects of corporate governance on the informativeness of earnings. *Economics of Governance*, 8(2):129_152.
- Pfeffer, J. and Salancik, G. R. (1978). *The external control of organizations: A resource dependence perspective*. New York: Harper and Row.
- Rechner, P. L. and Dalton, D. R. (1991). CEO Duality and organizational performance: A longitudinal analysis. *Strategic Management Journal*, 12(2):155_160.
- Roberts, M. R. and Whited, T. M. (2013). Endogeneity in empirical corporate finance. In George M. Constantinides, M. H. and Stulz, R. M., editors, *Handbook of the Economics of Finance*, volume 2, Part A, pages 493 _ 572. Elsevier».
- Shivdasani, A. and Yermack, D. (1999). CEO involvement in the selection of new board members: An empirical analysis. *The Journal of Finance*, 54(5):1829_1853.
- Tang, J. (2017). CEO duality and firm performance: The moderating roles of other executives and blockholding outside directors. *European Management Journal*, 35(3), 362-372.
- Uribe-Bohorquez, M.-V., Martínez-Ferrero, J., and García-Sánchez, I.-M. (2018). Board independence and firm performance: The moderating effect of institutional context. *Journal of Business Research*, 88:28_43.
- Weisbach, M. S. (1988). Outside directors and CEO turnover. *Journal of Financial Economics*, 20:431_460.
- Wintoki, M. B., Linck, J. S., and Netter, J. M. (2012). Endogeneity and the dynamics of internal corporate governance. *Journal of Financial Economics*, 105(3):581_606.
- Yang, T. and Zhao, S. (2014). CEO duality and firm performance: Evidence from an exogenous shock to the competitive environment. *Journal of Banking & Finance*.
- Yermack, D. (1996). Higher market valuation of companies with a small board of directors. *Journal of Financial Economics*, 40(2):185_211.

ANNEXE : ARTICLES ÉTUDIANT LA RELATION ENTRE LA STRUCTURE DU CA ET LA PERFORMANCE DE L'ENTREPRISE

| AUTEURS | ÉCHANTILLON | VARIABLES DU MODÈLE | MÉTHODES | PRINCIPAUX RÉSULTATS |
|--|--|--|--|---|
| <i>Indépendance du conseil d'administration et performance de l'entreprise</i> | | | | |
| Byrd et Hickman (1992) | 128 acquisitions réalisées par 111 entreprises américaines (1980 - 1987) | <p><u>Variable dépendante</u></p> <ul style="list-style-type: none"> Rendement anormal sur 2 jours, ajusté au risque et exprimé en pourcentage <p><u>Principaux déterminants</u></p> <ul style="list-style-type: none"> Pourcentage d'administrateurs indépendants CA indépendant = variable dichotomique égale 1 lorsque CA est majoritairement composé d'administrateurs indépendants <p><u>Control variables</u></p> <ul style="list-style-type: none"> Pourcentage d'actions détenues par les administrateurs externes Pourcentage d'actions détenues par les administrateurs affiliés Nombre moyen de mandats détenus par les administrateurs, etc. | <ul style="list-style-type: none"> Moindres carrés ordinaire (OLS) Moindres carrés pondérés de manière itérative (IRLS) Régression linéaire segmentée | Les rendements anormaux sont significativement plus élevés lorsque les conseils d'administration des acquireurs sont majoritairement composés d'administrateurs indépendants. La relation entre les rendements anormaux et l'indépendance du CA n'est cependant pas linéaire. |
| Ferris et Yan (2007) | 448 familles de fonds communs de placement (2002) | <p><u>Variable dépendante</u></p> <ul style="list-style-type: none"> Rendements des fonds ajustés en fonction des objectifs d'investissement <p><u>Principaux déterminants</u></p> <ul style="list-style-type: none"> Pourcentage d'administrateurs indépendants Taille du CA Cumul des mandats <p><u>Control variables</u></p> <ul style="list-style-type: none"> Tenure des administrateurs indépendants Comité de nomination (dummy) Comité de gouvernance (dummy) Actif net total du FCP Age du FCP Classement, etc. | <ul style="list-style-type: none"> Moindres carrés ordinaire (OLS) Fama-MacBeth Moindres carrés pondérés (WLS) | Aucun effet de l'indépendance des conseils d'administration sur la performance de l'entreprise. |
| Wintoki et al. (2012) | 6000 entreprises américaines (1991 – 2003) | <p><u>Variable dépendante</u></p> <ul style="list-style-type: none"> Rendement des actifs Marge opérationnelle <p><u>Principaux déterminants</u></p> <ul style="list-style-type: none"> Pourcentage d'administrateurs indépendants Taille du CA Cumul des mandats <p><u>Control variables</u></p> <ul style="list-style-type: none"> Taille de la firme Ratio market-to-book Ecart-type des rendements boursiers Nombre de segments d'activités Ratio dettes sur fonds propres Age de l'entreprise, etc. | <ul style="list-style-type: none"> Méthode des moments généralisés (GMM) | Aucune relation causale entre l'indépendance du conseil d'administration et la performance de l'entreprise. |
| Knyazeva et al. (2013) | Entreprises américaines appartenant à l'indice S&P 1500 (1996 - 2006) | <p><u>Variable dépendante</u></p> <ul style="list-style-type: none"> Part de rémunération incitative des dirigeants Rendement des actifs Cash-flow d'exploitation Ratio market-to-book <p><u>Principal déterminant</u></p> <ul style="list-style-type: none"> Pourcentage d'administrateurs indépendants <p><u>Control variables</u></p> <ul style="list-style-type: none"> Taille de l'entreprise Croissance des ventes Age de l'entreprise Risque R&D Age du dirigeant Nombre d'actions détenues par le dirigeant Tenure du dirigeant, etc. | <ul style="list-style-type: none"> Moindres carrés ordinaire (OLS) Méthode des moindres carrés en deux étapes (2SLS) | L'indépendance du CA influence positivement la rentabilité de l'entreprise, sa performance opérationnelle ainsi que la part de rémunération incitative des dirigeants. |

| | | | | |
|--|--|--|--|---|
| Liu et al. (2015) | 2057 entreprises chinoises cotées sur les bourses de Shanghai et de Shenzhen (1999 – 2012) | <p><u>Variable dépendante</u></p> <ul style="list-style-type: none"> • Rendement des actifs • Rendement des capitaux propres <p><u>Principaux déterminants</u></p> <ul style="list-style-type: none"> • Pourcentage d'administrateurs indépendants <p><u>Control variables</u></p> <ul style="list-style-type: none"> • Age de l'entreprise • Ratio dettes sur fonds propres • Dépenses d'investissement • Total actifs • Taille du CA • Volatilité • Croissance des ventes, etc. | <ul style="list-style-type: none"> - Modèle à effets fixes (FFE) - Méthode des doubles différences - Méthode des moindres carrés en deux étapes (2SLS) - Méthode des moments généralisés (GMM) | L'indépendance des CA est positivement corrélée à la performance des entreprises chinoises |
| Taille du conseil d'administration et performance de l'entreprise | | | | |
| Yermack (1996) | 452 grandes entreprises américaines (1984 – 1991) | <p><u>Variable dépendante</u></p> <ul style="list-style-type: none"> • Rendement des actifs • Valeur Q de Tobin <p><u>Principaux déterminants</u></p> <ul style="list-style-type: none"> • Taille du CA • Pourcentage d'administrateurs indépendants | <ul style="list-style-type: none"> - Moindres carrés ordinaire (OLS) - Modèle à effets fixes (FFE) | La taille du CA est négativement liée à la valeur de l'entreprise |
| Eisenberg et al. (1998) | 879 petites et moyennes entreprises finlandaises (1992 – 1994) | <p><u>Variable dépendante</u></p> <ul style="list-style-type: none"> • Rendements des actifs <p><u>Principaux déterminants</u></p> <ul style="list-style-type: none"> • Taille du CA <p><u>Control variables</u></p> <ul style="list-style-type: none"> • Actifs (log) • Variation des actifs (log) | <ul style="list-style-type: none"> - Méthode des moindres carrés en deux étapes (2SLS) | Relation négative entre la taille du conseil d'administration et la rentabilité de l'entreprise |
| Kiel et Nicholson (2003) | 348 plus grandes sociétés cotées à la bourse d'Australie en 1996 | <p><u>Variables dépendantes</u></p> <ul style="list-style-type: none"> • Valeur Q de Tobin <p><u>Principaux déterminants</u></p> <ul style="list-style-type: none"> • Taille du CA • Pourcentage d'administrateurs indépendants <p><u>Control variables</u></p> <ul style="list-style-type: none"> • Total actif | <ul style="list-style-type: none"> - Régression linéaire | Effet positif de la taille du conseil d'administration sur la performance de l'entreprise |
| Cheng (2008) | 1252 entreprises américaines appartenant à l'indice S&P 1500 (1996 – 2004) | <p><u>Variables dépendantes</u></p> <ul style="list-style-type: none"> • Rendement d'actif • Valeur Q de Tobin <p><u>Principaux déterminants</u></p> <ul style="list-style-type: none"> • Taille du CA <p><u>Control variables</u></p> <ul style="list-style-type: none"> • Pouvoir du dirigeant • Taille de l'entreprise • Opportunités de croissance • Ratio dettes sur fonds propres • Diversification • Actions détenues par le dirigeant, etc. | <ul style="list-style-type: none"> - Moindres carrés ordinaire (OLS) - Méthode à deux étapes de Heckman (1979) | La taille du CA est négativement liée au rendement annuel des actifs ainsi qu'au Q de Tobin |
| Bennedsen et al. (2008) | 6850 petites et moyennes entreprises danoises (1999) | <p><u>Variables dépendantes</u></p> <ul style="list-style-type: none"> • Rendement d'actif <p><u>Principaux déterminants</u></p> <ul style="list-style-type: none"> • Taille du CA <p><u>Control variables</u></p> <ul style="list-style-type: none"> • Taille de l'entreprise • Age de l'entreprise • Segments d'activité • Age du dirigeant • Actionnariat du dirigeant, etc. | <ul style="list-style-type: none"> - Moindres carrés ordinaire (OLS) - Méthode des moindres carrés en deux étapes (2SLS) | Effet négatif sur la performance de l'entreprise lorsque le conseil compte plus de 6 membres |
| Diversité du genre et performance de l'entreprise | | | | |
| Liu et al. (2014) | Plus de 2000 entreprises chinoises cotées sur les bourses de Shanghai et de Shenzhen (1999 – 2011) | <p><u>Variables dépendantes</u></p> <ul style="list-style-type: none"> • Rendement des actifs • Marge opérationnelle <p><u>Principaux déterminants</u></p> <ul style="list-style-type: none"> • Pourcentage de femmes au sein du CA <p><u>Control variables</u></p> <ul style="list-style-type: none"> • Indépendance du CA • Taille du CA • Dualité • Pourcentage d'actions détenues par les gouvernements • Pourcentage d'actions détenues par les dirigeants • Nombre d'actionnaires (In) • Femme CEO • Nombre d'employés (In) • Taille de la firme | <ul style="list-style-type: none"> - Modèle à effets fixes (FFE) - Méthode des moindres carrés en deux étapes (2SLS) - Méthode des moments généralisés (GMM) | La diversité du genre et la performance de l'entreprise sont positivement associées |

Structure du conseil d'administration et performance de l'entreprise : regard sur une trentaine d'années de recherches

| | | | | |
|--|--|--|--|---|
| Green et Homroy (2018) | 177 entreprises, provenant de 11 pays d'Europe Occidentale : (Allemagne, Belgique, Danemark, Espagne, France, Italie, Norvège, Pays-Bas, Royaume-Uni, Suède, Suisse), appartenant à l'indice EuroTop 100 (2004 – 2015) | <p><u>Variables dépendantes</u></p> <ul style="list-style-type: none"> Rendement des actifs Ratio Market-to-book <p><u>Principaux déterminants</u></p> <ul style="list-style-type: none"> Pourcentage de femmes au sein du CA Pourcentage de femmes au sein des comités <p><u>Control variables</u></p> <ul style="list-style-type: none"> Taille de l'entreprise Taille du CA Volatilité du cours des actions Indépendance du CA Expérience antérieure dans des comités Cumul de mandats, etc. | <ul style="list-style-type: none"> Moindres carrés ordinaire (OLS) Modèle à effets fixes (FFE) Méthode des moindres carrés en deux étapes (2SLS) | La représentation des femmes aux conseils d'administration ainsi qu'aux comités spécialisés est associée à une meilleure performance de l'entreprise |
| Matsa et Miller (2013) | 104 entreprises norvégiennes cotées + échantillon comparatif (entreprises norvégiennes non cotées et entreprises scandinaves cotées et non cotées) (1999 – 2009) | <p><u>Variables dépendantes</u></p> <ul style="list-style-type: none"> coûts de main-d'œuvre Nombre d'employés Bénéfice d'exploitation divisé par le total actif <p><u>Principaux déterminants</u></p> <ul style="list-style-type: none"> Variable indiquant si l'entreprise est visée par la loi relative au quota de genre <p><u>Control variables</u></p> <ul style="list-style-type: none"> Taille du CA Nombre moyen de sièges occupés par les administrateurs | <ul style="list-style-type: none"> Méthodes des doubles et triples différences | Les entreprises norvégiennes affectées par les quotas licencient moins, ce qui entraîne des coûts de main-d'œuvre plus élevés et conséquemment une moins bonne performance |
| Bennouri et al. (2018) | 394 entreprises françaises (2000 - 2010) | <p><u>Variables dépendantes</u></p> <ul style="list-style-type: none"> Rendement des actifs Rendement des capitaux propres Valeur Q de Tobin <p><u>Principaux déterminants</u></p> <ul style="list-style-type: none"> Pourcentage de femmes au sein du CA <p><u>Control variables</u></p> <ul style="list-style-type: none"> Taille du CA Indépendance du CA Nombre de réunions Dualité Dépenses en R&D Taille de l'entreprise Croissance des ventes Ratio dettes sur fonds propres, etc. | <ul style="list-style-type: none"> Moindres carrés ordinaire (OLS) Modèle à effets fixes (FFE) Méthode des moments généralisés (GMM) | La diversité du genre est positivement corrélée au ROA ainsi qu'au ROE et est négativement corrélée au Q de Tobin |
| Atif et al. (2020) | 1491 entreprises américaines appartenant à l'indice S&P 1500 (2008 - 2016) | <p><u>Variables dépendantes</u></p> <ul style="list-style-type: none"> Rendement des actifs Marge opérationnelle <p><u>Principaux déterminants</u></p> <ul style="list-style-type: none"> consommation énergétique des entreprises provenant des énergies renouvelables Pourcentage d'administrateurs femmes au sein du CA Variable d'interaction entre la diversité du genre et la part de la consommation énergétique des entreprises provenant des énergies renouvelables <p><u>Control variables</u></p> <ul style="list-style-type: none"> Taille du CA Dualité des fonctions de DG et de président du CA Indépendance du CA Nombre de réunion Ratio dettes sur fonds propres Taille de l'entreprise, etc. | <ul style="list-style-type: none"> Moindres carrés ordinaire (OLS) Méthode des moindres carrés en deux étapes (2SLS) Score de propension (Propensity score matching) Méthode des doubles différences | La variable d'interaction entre la diversité du genre et la part de la consommation énergétique des entreprises provenant des énergies renouvelables est positivement associée à la performance de l'entreprise |
| Dualité des fonctions de direction générale (DG) et présidence du conseil d'administration (PCA) et performance de l'entreprise | | | | |
| Duru et al. (2016) | 950 grandes entreprises américaines (1997 – 2011) | <p><u>Variables dépendantes</u></p> <ul style="list-style-type: none"> Rendement des actifs Rendement des capitaux propres Marge opérationnelle <p><u>Principaux déterminants</u></p> <ul style="list-style-type: none"> Dualité des fonctions de DG et de PCA Variable d'interaction entre la dualité et l'indépendance du CA <p><u>Control variables</u></p> <ul style="list-style-type: none"> Taille de CA (ln) Indice d'enracinement du dirigeant Total actifs (ln) Segments d'activités Ratio dettes sur fonds propres Dépenses en R&D Volatilité, etc. | <ul style="list-style-type: none"> Moindres carrés ordinaire (OLS) Modèle à effets fixes (FFE) Méthode des moments généralisés (GMM) | La dualité est négativement corrélée à la performance des entreprises |
| Brickley et al. (1997) | 661 grandes entreprises américaines en 1998 | <p><u>Variables dépendantes</u></p> <ul style="list-style-type: none"> Rendement du capital Rendements des actions <p><u>Principaux déterminants</u></p> <ul style="list-style-type: none"> Dualité des fonctions de DG et de PCA <p><u>Control variables</u></p> <ul style="list-style-type: none"> Total des ventes (ln) Tenure du dirigeant | <ul style="list-style-type: none"> Régression linéaire | Il n'existe aucune preuve permettant d'affirmer que la dualité est associée à une diminution de la performance de l'entreprise |

| | | | | |
|---|--|---|---|--|
| Dey et al. (2011) | 760 grandes entreprises américaines cotées en bourse sur la période (2001 – 2009) | <p>Variables dépendantes</p> <ul style="list-style-type: none"> Rendements anormaux Rendement des actifs (t+1, t+2) Sensibilité de la rémunération à la performance <p>Principaux déterminants</p> <ul style="list-style-type: none"> Variable dummy égale à 1 si l'entreprise sépare les fonctions de DG et PCA au cours de la période <p>Control variables</p> <ul style="list-style-type: none"> Taille de l'entreprise Opportunité de croissance Volatilité des rendements du marché, etc. | - Régressions linéaires | La sensibilité de la rémunération à la performance baisse à la suite de la séparation des fonctions de direction générale et de présidence du conseil d'administration, et vice versa |
| Goergen et al. (2020) | 447 entreprises américaines de l'indice S&P 500 en 2010 | <p>Variables dépendantes</p> <ul style="list-style-type: none"> Rendements anormaux ROE <p>Principaux déterminants</p> <ul style="list-style-type: none"> Dualité des fonctions de DG et de PCA <p>Control variables</p> <ul style="list-style-type: none"> Taille de l'entreprise Raisons du choix de la structure duale, etc. | - Moindres carrés ordinaire (OLS) | La dualité des fonctions de direction générale et de présidence du CA peut être bénéfique aux entreprises de petite taille et à celles soumises à une forte concurrence |
| Larcker et al. (2011) | 3451 entreprises américaines (2006 – 2008) | <p>Variables dépendantes</p> <ul style="list-style-type: none"> Rendements anormaux <p>Principaux déterminants</p> <ul style="list-style-type: none"> Dualité des fonctions de DG et de PCA Staggered boards, etc. <p>Control variables</p> <ul style="list-style-type: none"> Taille de l'entreprise Ratio book to market | - Régressions linéaires | Les rendements anormaux associés aux événements réglementant la dualité des fonctions de direction générale et de présidence du CA ne sont pas liés à cette dualité |
| Mandats multiples des administrateurs et performance de l'entreprise | | | | |
| Field et al. (2013) | 1099 entreprises américaines ayant entrepris un premier appel public à l'épargne (1996 – 2008) | <p>Variables dépendantes</p> <ul style="list-style-type: none"> Ratio market-to-book Marge opérationnelle <p>Principaux déterminants</p> <ul style="list-style-type: none"> Variable dummy égale à 1 lorsque le CA est majoritairement composé d'administrateurs indépendants siégeant dans au moins trois autres CA <p>Control variables</p> <ul style="list-style-type: none"> Taille de la firme (ln) Age de la firme (ln) R&D / ventes Tenure du dirigeant Taille du CA Indépendance du CA # d'administrateurs indép ayant obtenu un MBA à Harvard ou Stanford, etc. | - Méthode des moindres carrés en deux étapes (2SLS) | La présence des « busy directors » est positivement associée à la valeur de l'entreprise |
| Fich and Shivdasani (2006) | 508 grandes entreprises américaines sur la période (1989 – 1995) | <p>Variables dépendantes</p> <ul style="list-style-type: none"> Ratio market-to-book (MTB) Rendement des actifs Marge opérationnelle Licencement du dirigeant <p>Principaux déterminants</p> <ul style="list-style-type: none"> Pourcentage d'administrateurs cumulards Variable dummy égales à 1 lorsque le CA est majoritairement composé d'administrateurs indépendants siégeant dans au moins trois autres CA <p>Control variables (pour la variable MTB)</p> <ul style="list-style-type: none"> Pourcentage d'actions détenues par les administrateurs Indépendance du CA Taille du CA (log) Nombre de réunions (log) Nombre de comités Taille de la firme Age de la firme Opportunités de croissance, etc. | - Modèle à effets fixes (FFE) | Les entreprises dont les conseils d'administration sont majoritairement composés d'administrateurs indépendants siégeant dans au moins trois autres CA, affichent une rentabilité plus faible, un plus faible ratio « market-to-book » et sont moins susceptibles de remercier leurs dirigeants à la suite de mauvaises performances |

Structure du conseil d'administration et performance de l'entreprise : regard sur une trentaine d'années de recherches

| | | | | |
|---------------------------|---|---|---|---|
| Adams and Ferreira (2008) | 2213 entreprises américaines (1996 – 2003) | <p><u>Variables dépendantes</u></p> <ul style="list-style-type: none"> • Variable dummy égale à 1 si l'entreprise déclare dans son rapport annuel que l'administrateur a assisté à moins de 75% des réunions auxquelles il était censé participer au cours de l'année <p><u>Principaux déterminants</u></p> <ul style="list-style-type: none"> • Jetons de présence • Nombre de mandats détenus par l'administrateur <p><u>Control variables</u></p> <ul style="list-style-type: none"> • Rémunération de l'administrateur • Nombre de réunions • Taille du CA • Tenure de l'administrateur • Taille de l'entreprise • Rendements des actifs • Volatilité | <ul style="list-style-type: none"> - Modèle probit - Méthode des moindres carrés en deux étapes (2SLS) - Modèle à effets fixes (FFE) - Modèle à effets aléatoires | Les administrateurs qui cumulent plusieurs mandats s'absentent plus fréquemment que leurs homologues |
| Hauser (2018) | Entreprises américaines appartenant à l'indice S&P 1500 (1996 - 2014) | <p><u>Variables dépendantes</u></p> <ul style="list-style-type: none"> • Δ rendement des actifs • Δ Q de Tobin • Rendements anormaux <p><u>Principaux déterminants</u></p> <ul style="list-style-type: none"> • Δ nombre de mandats détenus par les administrateurs <p><u>Control variables</u></p> <ul style="list-style-type: none"> • Δ Taille de l'entreprise • Δ Ratio dettes sur fonds propres • Δ R&D • Δ Volatilité • Δ Taille du CA • Δ Indépendance du CA | <ul style="list-style-type: none"> - Moindres carrés ordinaire (OLS) - Méthode des moindres carrés en deux étapes (2SLS) | La réduction des nominations au CA est associée à une rentabilité et un ratio « market-to-book » plus élevés ainsi qu'à une plus grande probabilité de voir les administrateurs rejoindre les comités spécialisés |
| Falato et al. (2014) | Entreprises américaines appartenant à l'indice S&P 1500 (1988 – 2007) | <p><u>Variables dépendantes</u></p> <ul style="list-style-type: none"> • Rendements anormaux <p><u>Principaux déterminants</u></p> <ul style="list-style-type: none"> • Variable dummy égale à 1 si le pourcentage d'administrateurs cumulards se situe dans le quartile supérieur de la distribution <p><u>Control variables</u></p> <ul style="list-style-type: none"> • Taille de l'entreprise • Ratio market-to-book • Rendement des capitaux propres • Age des administrateurs • Tenure des administrateurs | <ul style="list-style-type: none"> - Moindres carrés ordinaire (OLS) | La présence d'administrateurs cumulards est négativement associée à la performance de l'entreprise |

EARNINGS MANAGEMENT CONSTRAINTS IN THE UK AND US: THE MODERATING ROLE OF CEO COMPENSATION

Ghada Abdelwahed,

Arab Academy for Science, Technology and Maritime Transport, Egypt
Email : Ghada20058@aast.edu

Khaled Hussainey,

University of Portsmouth, United Kingdom
Email : Khaled.Hussainey@port.ac.uk

ABSTRACT:

The overall aim of this research is to identify the drivers of EM reduction, in order to enhance the transparency of the financial reporting process in the UK and the US contexts. This paper examines the moderating role of CEO compensation on the associations between earnings management and four factors (audit quality, institutional ownership, concentrated ownership and cash holdings). This study is a comparative analysis of the UK and the US-listed firms, between 2005 and 2016, to analyse if the moderating role of CEO compensation acts differently within the two contexts, as they both have different CEO roles and responsibilities on which different levels of compensation are granted. The study also analyses the impact of cash holdings on EM. This study reveals whether the incentive power of CEO compensation is effective, in line with the controlling power of other corporate governance mechanisms in restraining EM practices or not. After conducting the analysis, this study reveals

that CEO compensation- as a moderator, doesn't play a significant role in restraining EM practices in the UK, since none of the formed joint effects proves to be significant, even though the joint effects are observed to have negative coefficients. However, the moderating role of CEO compensation is observed to be an effective strategy in restraining EM practices within the US context, in the presence of cash holdings. So even though the presence of cash- holdings by itself in US-listed firms is found to increase the participation of EM, the positive relation changes in the intervention of CEO compensation, which indicates that the distribution of CEO compensation, in the presence of cash, acts as an incentive for managers to actually work for the firms' best interests, and avoid using the firms' excess cash, leading to lower levels of EM.

1. INTRODUCTION

Several accounting scandals and corporate failures have been witnessed in the past, due to the weak corporate governance mechanisms involved or the presence of high powers in the hands of managers, leading to high participation of earnings management (EM) (Cornett et al., 2008; Le et al., 2022). Managers are found to manipulate the firms' earnings and present unreliable financial statements, to either mislead investors or to reach their private benefits- such as receiving bonuses tied to the firms' reported earnings. They tend to hide the firms' poor economic performance, as well as the participation of their opportunistic behaviours of wasting the firms' resources in achieving their personal desires and intervening in non-value- maximizing investments.

Managers are tempted to engage in EM practices in order to inflate the stock prices of their firms, to signal better firm performance for the shareholders, and deserve higher compensation accordingly, in addition to avoiding the violation of debt contracts (Healy and Wahlen, 1999). Moreover, they become concerned with protecting

their reputations, as well as securing their positions, which become at risk, if they don't achieve earnings' benchmarks (Graham et al., 2005). Hence, they tend to use their discretionary powers, in the presence of cash flows, to maximize the firms' values (Bergstresser and Philippon, 2006).

While accrual-based EM involves accounting methods which are much easier to assess and observe by outsiders, the real EM is difficult to track as it's incorporated in the everyday business transactions (Roychowdhury, 2006). Earnings management practice is what creates the information asymmetry between managers and their shareholders, according to the agency theory. Hence, the presence of such agency problems leads to the investigation of various corporate governance mechanisms and compensation schemes, in an attempt of restraining EM practice.

CEO compensation was believed to align managers' interests with the firms' and reduce their opportunistic behaviours (Jensen, 1993). Salaries and bonuses, as well as the equity- based types of compensation, are analysed in previous studies to find their incentive power on managers, in motivating them to achieve the firms' targets. Even though CEO compensation is viewed as a reward for managers for leading the firms, it's criticised to increase earnings' manipulations when firms don't achieve their earnings' targets so that managers earn their compensation. These financial incentives may not necessarily ruin the firms' values, but rather they require adequate monitoring and control over them (Bergstresser and Philippon, 2006). Therefore, the presence of such incentives may motivate managers to work for the firms' best interests, if managers' opportunistic behaviours are well controlled, in addition to the fact that higher incentives attract higher monitoring. Hence, higher equity-based compensation tied to higher earnings does not only attract the higher participation of EM but attracts higher monitoring of audit committees as well, which makes EM practices

more difficult to exercise (Laux and Laux, 2009).

Other governance mechanisms, such as the role of auditing, as well as the impact of ownership structure are found to be effective mechanisms in reducing the information asymmetry between the managers and their shareholders (Kouaib and Jarboui, 2014), as they tend to exert enough monitoring and control on managers to restrain their opportunistic behaviours and reduce EM practices consequently. Instead of being restricted to assessing the effectiveness of one governance mechanism at a time, it's preferred to analyse the impact of their interactions on earnings management, to find their joint impact, since the control mechanisms are interrelated and firms don't employ each mechanism separately (Kouaib and Jarboui, 2014). Hence, the failure of one controlling mechanism can be offset by the effect of the other mechanism. Hence, the overall aim of this research is to identify the drivers of EM reduction, in order to enhance the transparency of the financial reporting process in the UK and the US contexts.

This is the first study to analyse the impact of the moderating role of CEO compensation on the associations between four factors and EM practices, these factors are the audit quality, the institutional ownership, the concentrated ownership, and the cash holdings. CEO compensation as a whole, including the short-term and the long-term components of compensation, is analysed, to reveal the overall impact of compensation as an incentive for managers to work for the firms' best interests. Not much analysis has been conducted using the total CEO compensation, in relation to accrual-based earnings management (AEM), except for Hassen (2014). Conyon et al. (2001), Ozkan (2011), Cheng et al. (2016) and Chou and Chan (2018) supported the use of total compensation, rather than focusing on just one component of compensation of either the long-term or the short-term, in order to present a more complete picture when analysing the firm performance. The idea

behind the moderation effect is suggested by prior studies such as Cornett et al. (2008), Burnett et al. (2012) and Kouaib and Jarboui (2014) since control mechanisms are interrelated, so the failure of one mechanism can be offset by the other. Hence, the moderating role of CEO compensation is expected to have a significant impact in reducing EM practices when combined with other corporate governance mechanisms.

The motivation for holding a comparative analysis between the UK and the US markets is that they both share many similarities, with some unique differences in the core of this study. The two are developed countries, have regulated stock markets, their firms have dispersed ownership of shares, and they both contribute towards much of the worldwide turnover. Yet, one of the main differences between the two countries is that they both follow different regulations. US-listed firms must comply with the GAAP, while the UK-listed firms must comply with the IFRS, which are found to act differently in terms of the financial reporting quality. According to Beest et al. (2009), higher financial reporting quality is provided by the US GAAP, while higher relevance of annual reports is provided by the IFRS. Another main difference relies on the roles of their CEOs since CEOs of US firms hold the two positions of the CEO and the chairman of the board (Higgs, 2003). Holding higher responsibility results in higher CEO compensation accordingly, which may impact EM practices differently (Aguilera et al., 2006 and Conyon and Murphy, 2000). According to Krishnan and Visvanathan (2009), firms which follow dual leadership pattern, as in the UK, are viewed by auditors to have stronger internal control and hence, their demand for external monitoring becomes lower. Therefore, a comparative analysis is worth analysing.

In this study, the impact of cash holdings on EM is analysed, since cash holdings are expected to be highly involved with the rise of managers' opportunistic behaviours, as they become tempted

to use the firms' cash towards achieving their personal benefits. According to Xiong et al. (2021), higher levels of cash holdings provide higher flexibility for firms to seize arising future investment opportunities. They further explain that that firms must improve their internal information quality in order to decide upon the correct levels of cash to be held at firms. Hence, the communication within firms impact the decisions associated with the cash holding levels. Relying on the entrenchment and the agency theories, holding higher levels of cash is very risky as managers seek to secure their positions and increase their authorities, leading to higher information asymmetry between managers and their shareholders. Moreover, according to Khuong et al. (2020), some firms are less motivated to hold excess cash in order to avoid the rising information asymmetry between managers and shareholders, as it makes it difficult for the firms to acquire external financing, leading to higher costs of external capital and higher monitoring costs. This study is the first comparative analysis conducted on the impact of cash holdings on EM, between the US and the UK, within these recent years of analysis.

This research finds that when introducing the moderating role of CEO compensation to the model, the firm's cash holding is observed to have a positive association with EM practices of US-listed firms, due to managers' intention of hiding their misuse of the firms' funds. In addition, the moderation effect of CEO compensation is found to be an effective strategy in restraining EM practices, when joined with the cash holdings. The distribution of CEO compensation, in the presence of cash holdings, in the US market is observed to reduce managerial opportunism. Meanwhile, none of the corporate governance mechanisms or the moderation effects proves to be effective in reducing EM practices, in the UK market. This paper starts by discussing the literature review and hypotheses development, followed by the research methodology, the research findings, and finally the conclusion of this study.

2. LITERATURE REVIEW AND HYPOTHESES DEVELOPMENT

2.1 CEO compensation

CEO compensation is one of the corporate governance mechanisms, as expressed by Cornett et al. (2008). According to Mehran (1995), a firm's performance is positively related to the number of shares held by managers and to the level of equity-based compensation. Laux and Laux (2009) found that an increased need for board oversight arises with the use of an equity-based type of compensation for CEOs, in order to limit their opportunistic behaviours and reduce earnings' manipulations. They found that the relationship between CEOs' incentives and earnings management is less obvious than it appears. They explained that the existence of equity-based compensation not only encourages CEOs to manipulate the firm's earnings, but it encourages the audit committees to oversee the accounting process as well, which restricts earnings management. Hence, the level of earnings management can increase or decrease depending on which side is stronger.

Bergstresser and Philippon (2006) suggested that financial incentives don't necessarily destroy the firm's value on average. Instead, financial incentives require a very careful consideration of their pros and cons and of managers' opportunistic behaviours, coupled with adequate monitoring, to control managers' discretions in reporting a firm's performance. In doing so, financial incentives may not necessarily increase earnings management, but rather, act as a corporate governance mechanism in restraining EM practices of managers.

Few analyses have been conducted using the total CEO compensation, as in Hassen (2014), Cheng et al. (2016) and Chou

and Chan (2018), since most of the prior studies focused on either the long-term or the short-term components of compensation. Ozkan (2011) reports that the use of total compensation is considered a more appropriate measure than focusing on just one component of compensation while ignoring the other, as it presents a more complete picture when analysing the firm performance in the UK. The use of total compensation is also supported by Conyon et al. (2001) when analysing corporate tournaments. Therefore, analysing the total CEO compensation in relation to AEM is worth conducting.

Furthermore, the entrenchment and the agency theories support the idea that higher compensation becomes attractive for managers to use towards increasing their authorities and strengthening their positions, leading to agency problems resulting from the information asymmetry between managers and their shareholders. Therefore, a relationship is expected between the total CEO compensation and EM which is worth analysing. Hence, the following hypothesis can be generated:

H1: There is a relation between the total CEO compensation and EM.

2.2 Audit Quality

Auditing plays a significant role in verifying the accuracy of the firm's stated earnings (Zhou and Elder, 2004). Hence, the audit quality is considered an effective corporate governance mechanism to reduce the information asymmetry and the agency problem between managers and shareholders, and to ensure the reliability of the financial reporting process, as it restricts earnings management practices performed by managers. According to Alzoubi (2018), the presence of high audit quality, measured by the auditor tenure, size, specialist, and independence, reduces

earnings management practiced in Jordanian firms. On the contrary, Awuye (2022) found that firms audited by the Big four audit firms tend to exert higher levels of AEM, in the context of French listed firms, which may be due to the low audit litigation risk in France. However, Orazalin and Akhmetzhanov (2019) found that higher audit quality doesn't impact EM levels. According to Orazalin and Akhmetzhanov (2019), even though banks rely heavily on the fact of whether firms are audited by the Big four when determining their cost of debt, audit quality itself doesn't have an impact on the firm's accrual quality, in the context of Kazakhstan.

According to Palmrose (1988), audit quality is defined in terms of the level of assurance since the purpose of an auditor is to provide assurance on financial statements to ensure that they are free of material misstatements. Similarly, Davidson & Neu (1993) defined the audit quality as the auditor's ability to detect and report material misstatements and earnings' manipulations in the firm's financial statements, to confirm the reliability of the financial reporting process to shareholders and investors.

According to Burnett et al. (2012) and Roychowdhury (2006) the existence of audit quality by itself may not exert sufficient monitoring on firms. Hence, there comes the need for an additional corporate governance mechanism to be implemented along with acquiring a high-quality auditor, in order to limit the participation of earnings management practices, as suggested by Burnett et al. (2012). Hence, the existence of CEO compensation may moderate this relationship between the audit quality and EM. In addition, relying on the signalling and agency theories, high audit fees spending performs as a signal to the market and shareholders that firms are operating in a good manner. Therefore, a relationship is expected and is worth analysing. Hence, the following hypothesis can be generated:

H2: There is a relationship between the audit quality and EM.

2.3 Institutional Ownership

Michel et al. (2014) and Alzoubi (2016) found that high institutional ownership tends to restrict managers' opportunistic behaviours and reduce earnings management practices. This negative relation is justified by the institutions' ability to monitor and control managerial opportunism since they have significant resources and access to the relevant information. Conversely, Bushee (2001) and Charitou et al. (2007) found that high institutional ownership tends to increase earnings management practices, as managers face pressures from institutions to meet the short-term targets, which pushes managers towards manipulating the firm's earnings. The existence of two different opinions makes the variable worth studying. Relying on the agency theory, if a higher level of institutional ownership leads to higher levels of earnings management, agency problems will be created due to the rise of conflicts of interests. Therefore, a relationship is expected and hence, the following hypothesis can be generated:

H3: There is a relationship between institutional ownership and EM.

2.4 Concentrated Ownership

The concentrated ownership is found to reduce earnings management since block-holders are keen to protect their large investments (De Miguel et al., 2004). However, if the concentrated ownership turns to be excessively high, it may have negative implications, as they tend to work for their interests instead, which causes them to have an agency problem with minority shareholders (Zhong et al., 2007). Their excessive powers may push managers towards manipulating the firms' earnings, in order to lead block-holders to their private benefits (Boubakri et al., 2005). The existence of two different opinions makes the variable worth studying and hence, a significant relationship is expected. Therefore, the following hypothesis is generated:

H4: There is a relationship between the concentrated ownership and EM.

2.5 Cash Holdings

Holding cash tends to provide great flexibility for firms to enter into new investments without the need for external financing and for the commitment towards their interest payments (Dittmar and Mahrt-Smith, 2007; Xiong et al., 2021). Cash is known to be held for precautionary purposes in order to protect firms from any unfavourable conditions (Al-dhamari and Ku Ismail, 2015). According to Kang and Kim (2014), the level of excess cash holdings is found to reduce the positive association between the information asymmetry and EM due to the high governance exerted by firms on higher level of cash holdings. According to Khuong et al. (2020), firms are less motivated to hold excess cash to avoid the rising information asymmetry between managers and shareholders, as it becomes difficult for firms to acquire external financing, leading to higher costs of external capital and higher monitoring costs.

Conversely, holding higher levels of free cash flow (FCF) gives managers the opportunity to waste these excess cash reserves on their private benefits (Pinkowitz et al., 2006). The existence of two different opinions makes the variable worth studying. Relying on the entrenchment and the agency theories, higher cash levels available at managers' disposal can be tempting for managers to spend on non-value maximizing investments in an attempt of securing their positions, leading to higher information asymmetry due to the conflicts of interests arising between managers and shareholders. Therefore, a positive relationship is expected. Hence, the following hypothesis can be generated:

H5: There is a positive relationship between cash holdings and EM.

According to Cremers and Nair (2005) and Ozkan (2011) interrelationships between various corporate governance mechanisms can act as complements or substitutes for each other. Berry et al. (2006) observed that governance attributes act as complements. Nevertheless, Henry (2008) argues that the interrelationship between internal governance mechanisms along with the external governance mechanisms, such as institutional ownership and concentrated ownership, are worth analysing to determine whether they have complementary or substitutive impacts. Based on these prior studies, the interaction effect involving the presence of CEO compensation in the presence of either one of the governance mechanisms such as audit quality, or institutional or concentrated ownership, are expected to be complementary. Therefore, the moderating role of CEO compensation is suggested to reduce the appearance of EM practices, and the strength of the joint effects proposed in H6, H7, and H8 are expected to have complementary effect on EM, to indicate even higher effectiveness of the proposed joint relations. This prediction of the existence of complementary effect, however, is not consistent with the presence of cash holdings, since cash holdings are expected to have a positive association with EM, which is expected to reduce the strength of its joint effect. Hence, the following hypotheses can be generated:

H6: The joint effect of CEO compensation and audit quality on EM is complementary.

H7: The joint effect of CEO compensation and institutional ownership on EM is complementary.

H8: The joint effect of CEO compensation and concentrated ownership on EM is complementary.

H9: The joint effect of CEO compensation and cash holdings on EM is substitutive.

The US GAAP is observed to present more faithful financial reports than those produced in accordance with the IFRS (Beest et al., 2009). Hence, the following hypothesis can be generated:

H10: EM constraints are more effective in the US, compared to the UK, in reducing EM practices.

3. RESEARCH METHODOLOGY

3.1 Sample

A comparative analysis between the UK and the US is conducted, to analyse the effectiveness of the moderating role of CEO compensation, in both contexts. The analysis is performed on UK firms listed on the FTSE 350 index, since it includes the economically most important firms (Abdullah and Page, 2009), in comparison with the US listed firms, listed on the S&P 500 index since it is the most commonly used index in the US and the benchmark for the US stock market (Carr, 2013).

The analysis is performed starting from 2005, since all listed EU firms were required to follow the International Financial Reporting Standards (IFRS) when preparing their financial statements, for years starting on or after January 1, 2005 (Jermakowicz and Gornik-Tomaszewski, 2006; and Beest et al., 2009). Therefore, the analysis is performed since firms were regulated, until the most recent data available at the point of collecting the data, for the year 2016- a duration of 12 years.

The financial sectors- such as banks, insurance firms, investment funds, and real estate firms, are excluded from the analysis since their financial statements have unique characteristics (Sun et al., 2010), as they follow a certain set of rules and regulations

in addition to certain accounting standards in preparing their financial statements (Kouaib and Jarboui, 2014). This research also matches for the year and industry, in order to control for their effects on the analysis as in Bergstresser and Philippon (2006), Sun et al. (2010), Chen et al. (2011), Liu et al. (2014), Okoh (2015), and Cheng et al. (2016).

Firms with missing data are excluded from the analysis. Sectors with less than ten observations are also excluded from the analysis (Cheng et al, 2016). Data is organized so that all years are present across all the sectors. This research also matches for the year and industry, in order to control for their effects on the analysis as in Bergstresser and Philippon (2006), Sun et al. (2010), Chen et al. (2011), Liu et al. (2014), Okoh (2015), and Cheng et al. (2016). Data is analysed to test the association between each of the four factors, independently, on earnings management, and the impact of CEO compensation on these associations to test the significance of the hypotheses generated. These four factors are the audit quality, institutional ownership, concentrated ownership, and cash holdings.

For the UK sample, there were a total of 2986 observations of non-financial sectors available, of which 2,496 observations related to compensation, audit fees, firm size and sectors' data were missing. Hence, leaving only 490 observations available. Meanwhile, for the US sample, there were a total of 2,837 observations of non-financial sectors, of which 104 observations related to compensation and sectors' data were missing. Hence, the final US sample of 2,733 is available, which is almost five times as much that of the UK sample. This gap in the number of observations is due to the huge number of missing data in the UK sample.

3.2 Model

In this study, a moderated multiple regression equation is formed (Aguinis, 2004), as it incorporates an extra variable which has a moderating effect. The Hausman specification test is performed, since this study uses panel data (Okoh, 2015; Nekhili et al., 2016; Alzoubi, 2016; Anagnostopoulou and Tsekrekos, 2017; Hassanein et al., 2018). The Hausman test implies that the fixed effect regression is more suitable for this analysis. Hence, the following research model is generated:

$$EM = \alpha + \beta_1 COMP + \beta_2 AUDQ + \beta_3 (AUDQ \times COMP) + \beta_4 INSTOWN + \beta_5 (INSTOWN \times COMP) + \beta_6 CONOWN + \beta_7 (CONOWN \times COMP) + \beta_8 CASH + \beta_9 (CASH \times COMP) + \beta_{10} LEV + \beta_{11} SIZE + \beta_{12} ROA + \beta_{13} MTB + \beta_{14} CFO + \beta_{15} LOSS + \varepsilon$$

Where:

| | |
|----------------------|--|
| <i>EM</i> | <i>is earnings management.</i> |
| <i>COMP</i> | <i>represents CEO compensation.</i> |
| <i>AUDQ</i> | <i>is the audit quality.</i> |
| <i>INSTOWN</i> | <i>is the institutional ownership.</i> |
| <i>CONOWN</i> | <i>is the concentrated ownership.</i> |
| <i>CASH</i> | <i>is the firm's cash holdings.</i> |
| <i>LEV</i> | <i>is the firm's leverage.</i> |
| <i>SIZE</i> | <i>is the firm's size.</i> |
| <i>ROA</i> | <i>represents the firm's profitability.</i> |
| <i>MTB</i> | <i>represents the firm's growth.</i> |
| <i>CFO</i> | <i>represents the firm's cash flow from operations.</i> |
| <i>LOSS</i> | <i>represents the firm's loss.</i> |
| <i>B_i</i> | <i>represents the regression coefficient, where i = 0, 1, 2 ... 15</i> |
| <i>ε</i> | <i>represents the error term.</i> |

As further analysis, to compare the findings of both contexts of the UK and the US in order to reveal the marginal impact of the EM constraints in influencing EM practices within the two markets, a dummy variable is created to indicate the country type “C”, as in Wright et al. (2006). Hence, the country type variable takes a value of “1” for US firms, and “0” for UK firms. The model is run again using this interaction effect of “C” with each of the independent variables, after controlling for the firm’s leverage, size, profitability, loss, cash flows and growth, as follows:

$$\begin{aligned}
 EM = & \beta_0 + \beta_1 COMP + \beta_2 AUDQ + \beta_3 INSTOWN + \beta_4 CONOWN + \beta_5 CASH + \beta_6 \\
 & (COMP \times AUDQ) + \beta_7 (COMP \times INSTOWN) + \beta_8 (COMP \times CONOWN) \\
 & + \beta_9 (COMP \times CASH) + \beta_{10} C + \beta_{11} (C \times COMP) + \beta_{12} (C \times AUDQ) + \beta_{13} (C \times \\
 & INSTOWN) + \beta_{14} (C \times CONOWN) + \beta_{15} (C \times CASH) + \beta_{16} (C \times COMP \times AUDQ) + \\
 & \beta_{17} (C \times COMP \times INSTOWN) + \beta_{18} (C \times COMP \times CONOWN) + \beta_{19} (C \times COMP \times \\
 & CASH) + \beta_{20} LEV + \beta_{21} SIZE + \beta_{22} ROA + \beta_{23} MTB + \beta_{24} CFO \\
 & + \beta_{25} LOSS + \varepsilon
 \end{aligned}$$

Where:

- $\beta_0 + \beta_1 + \dots + \beta_8 + \beta_9$ represent the impact of EM constraints in UK firms.
 $\beta_0 + \beta_1 + \beta_2 + \dots + \beta_{18} + \beta_{19}$ represent the impact of EM constraints in US firms.
 $\beta_{10} + \beta_{11} + \dots + \beta_{18} + \beta_{19}$ represent the marginal impact of the EM constraints on EM between UK and US firms

When the country type variable “C” takes a value of “0” to represent UK firms, the impact of EM constraints in UK firms appears to be the sum of the coefficients of the independent variables only ($\beta_0 + \beta_1 + \dots + \beta_8 + \beta_9$), since the interaction effects equal “0”. However, when the country type variable “C” takes a value of “1” to represent US firms, the impact of EM constraints in US firms appears to be the sum of the coefficients of the independent variables, as well as, the interaction effects created using “C” ($\beta_0 + \beta_1 + \beta_2 + \dots + \beta_{18} + \beta_{19}$). Hence, the difference between the two, which is the sum of the coefficients of the interaction effects generated ($\beta_{10} + \beta_{11} + \dots + \beta_{18} + \beta_{19}$), represents the marginal impact of the EM constraints on EM between UK and US firms (Gujarati, 2011).

3.3 Measurements of Variables

3.3.1 Earnings Management

This study uses the discretionary accruals component as a major indicator of earnings management since managers' accrual choices are associated with various performance measures, such as predicting cash flows, earnings, dividend changes and stock price movements, while affecting the reliability of the firms' reported earnings (Subramanyam, 1996). The Modified Jones model is the most widely used model for dividing the accruals and measuring the discretionary accruals component. Hence, this research uses a cross-sectional version of the modified Jones model (1991) in measuring the discretionary accruals component as an earnings management indicator. This research uses the cash flow method to measure the total accruals, using the following equation (Sun et al., 2010; Anagnostopoulou and Tsekrekos, 2017).

$$TAC_{it} = NI_{it} - CFO_{it} \quad (1)$$

Where:

TAC_{it} is total accruals for firm i in year t .

NI_{it} is the net income before extraordinary items of firm i in year t .

CFO_{it} is the net cash flows from operations of firm i in year t .

$$NDAC_{it} = \alpha_i [1/ TA_{it-1}] + \beta_{1i} [(\Delta REV_{it} - \Delta REC_{it})/ TA_{it-1}] + \beta_{2i} [PPE_{it} / TA_{it-1}] \quad (2)$$

Where:

$NDAC_{it}$ is the non-discretionary accruals for firm i in year t .

TA_{it-1} is the total assets for firm i in year $t-1$.

ΔREV_{it} is the change in revenues of firm i between years t and $t-1$.

ΔREC_{it} is the change in receivables of firm i between years t and $t-1$.

PPE_{it} is the level of gross property, plant, and equipment of firm i in year t .

$\alpha, \beta_{1,2,3}$ are the industry-specific coefficients.

$$DAC_{it} = TAC_{it} - NDA_{it} \quad (3)$$

Where:

DAC_{it} is the discretionary accruals for firm i in year t .

Kothari et al. (2005), however, found that it is important to adjust for the accrual performance of a matched firm when measuring the discretionary accruals, in order to control for the impact of the firms' performance on their accruals. Hence, it is suggested to match the accrual performance of firms on the basis of the return on assets (Kothari et al., 2005). Cohen and Zarowin (2008), Jones et al. (2008), Sun et al. (2010), and Anagnostopoulou and Tsekrekos (2017) used the current year's ROA; while Gul (2006), Jones et al. (2008), Rodriguez-Perez and van Hemmen (2010), Chen et al. (2011), Nekhili et al (2016), Jackson (2017), and Shin et al. (2018) used the lagged ROA, defined as the net income divided by the beginning of the year total assets. Therefore, the performance- matched discretionary accruals are also used to indicate earnings management, on the basis of the lagged ROA- since it's the most widely used, as an additional analysis, in order to confirm the validity of the results.

$$TAC_{it} = NI_{it} - CFO_{it} \quad (1)$$

Where:

TAC_{it} is total accruals for firm i in year t .

NI_{it} is the net income of firm i in year t .

CFO_{it} is the net cash flows from operations of firm i in year t .

The discretionary accruals are represented by the residuals generated from the difference between the total accruals and the non-discretionary accruals (NDAC) (Sun et al., 2010).

$$TAC_{it} / TA_{it-1} = \alpha_i [1 / TA_{it-1}] + \beta_{1i} [(\Delta REV_{it} - \Delta REC_{it}) / TA_{it-1}] + \beta_{2i} [PPE_{it} / TA_{it-1}] + \beta_{3i} [ROA_{it-1} / TA_{it-1}] + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

Where:

TAC_{it} is total accruals for firm i in year t .

TA_{it-1} is the total assets for firm i in year $t-1$.

ΔREV_{it} is the change in revenues of firm i between years t and $t-1$.

ΔREC_{it} is the change in receivables of firm i between years t and $t-1$.

PPE_{it} is the level of gross property, plant, and equipment of firm i in year t .

ROA_{it-1} is the lagged return on assets of firm i in year $t-1$, computed as the net income of firm i in year t divided by the total assets of firm i in year $t-1$.

$\alpha, \beta_{1,2,3}$ are the industry-specific coefficients.

ε_{it} is the error term representing the discretionary accruals.

For the purpose of this research, the absolute value of the abnormal accruals is used, as indicated in table 1, since managers may engage in either income-increasing or income-decreasing earnings management (Sun et al., 2010). Hence, the absolute value of DAC acts as a proxy for the mixed effect of higher or lower earnings (González and García-Meca, 2014).

3.3.2 CEO Compensation

CEO compensation is considered a main source of motivation for managers for leading the firms, yet it may have a negative implication as managers become concerned with increasing their compensation tied to the firm's earnings, which may encourage them to get involved in earnings management practices. According to Bergstresser and Philippon (2006), financial incentives may not necessarily result in lower firm's value, if they are coupled with adequate monitoring, to control managers' discretions in reporting a firm's performance. Hence, the joint effect of CEO compensation coupled with other determinants of EM is worth studying.

CEO compensation is measured in various ways in previous studies. Shuto (2007) measured CEO compensation as the total cash salary and bonuses paid to all directors- focusing only on the short-term component. Teshima and Shuto (2008) measured the CEO compensation as the change in the total cash compensation paid to all directors as a proportion of the total assets. Erickson et al. (2006) measured all types of compensation. They measured salaries, bonuses, and stock option grants, in addition to a stock-based mix variable measuring the ratio of long-term compensation as a proportion of the total compensation.

Meanwhile, Bergstresser and Philippon (2006) examined the CEO stocks and options holdings resulting from a one percent change in a firm's stock price. They constructed a measure using the Compustat Executive Compensation data in order to calculate the variable Incentive Ratio. This measure of incentives is constructed to indicate the portion of a CEO's total compensation resulting from a one percent increase in the equity value. Cornett et al. (2008), however, separated the compensation into salaries and options compensations and measured them in US dollars. Meanwhile, Conyon et al. (2001), Cadman et al. (2010) and Ozkan (2011) measured the total compensation in thousands of dollars, while Hassen (2014), Cheng et al. (2016) and Chou and Chan (2018) measured it using the log value of the total compensation, to reduce the dispersion in the distribution of compensation paid to CEOs.

In this study, CEO compensation is measured using the log of the total compensation, similar to the studies of Cheng et al. (2016), Hassen (2014) and Chou and Chan (2018), to reduce the dispersion on the results when analysing the impact of the CEO compensation as a whole, as indicated in table 1. This variable is presented in my research model as COMP. My first contribution is to analyse the CEO compensation, as amoderating variable, to indicate its joint effect with four determinants of EM, and their

impact on the level of EM. Nevertheless, the strengths of these joint effects are also analysed to determine whether the magnitudes provide complementary or substitutive effects in relation to EM.

3.4 Audit Quality

It appears that the existence of audit quality by itself may not exert sufficient monitoring on firms, as mentioned by Burnett et al. (2012) and Roychowdhury (2006). Hence, there comes the need for an additional corporate governance mechanism to be implemented along with acquiring a high-quality auditor, in order to limit the participation of earnings management practices, as suggested by Burnett et al. (2012). Hence, the existence of CEO compensation may moderate this relationship between the audit quality and EM, it can be a successful mechanism in complementing audit quality to reduce the unfavourable behaviours by managers in manipulating the firm's earnings.

Audit quality is recognised as the ability of an auditor to perform an independent audit to provide reliable financial statements which are free from material misstatements (Okoh, 2015). Many studies use the auditor size, such as the Big 4/5/6/8 versus the non-Big 4/5/6/8 to differentiate audit quality levels (Krishnan, 2003). Hassanein et al. (2018) used the auditor size for indicating the audit quality and found that 80% of their sample is audited by one of the Big Four auditing firms, on their analysis of UK firms listed on the FTSE all-shares index, between 2005 and 2014. Even though the auditor size is the most commonly applied measure for audit quality, other measures have also been used, such as audit fees, non-audit service fees, total fees paid to the auditor, auditor tenure and industry specialist auditors.

According to Palmrose (1986), there is a significant relation between audit fees and auditor size as the two are considered measures of audit quality. They found that the higher audit fees

associated with the big 8 auditor firms are charged in return for either the higher audit quality they provide or due to their monopoly in pricing these auditing services. According to Rajgopal et al. (2015), if applied researchers want to use a proxy for audit quality, they are recommended to use either the existence of Big N auditors or audit service fees. They conclude that other audit quality measures, as a result of conducting their analysis, “suffer from construct validity issues”. In addition, they found that high premiums charged by Big N auditors may not be all directed towards providing higher quality audits. This indicates that these premiums may be paid in return for their high reputations and brand names, which does not necessarily indicate higher audit quality. Similarly, Awuye (2022) found that firms audited by the Big Four audit firms tend to exert even higher levels of AEM, which was justified by having low audit litigation risk in France.

Copley (1991) found audit fees to have greater power in measuring audit quality than the dichotomy of Big 8 versus non-Big 8 auditors in explaining variance levels of government disclosure. According to Hay et al. (2008), the ‘Big’ 4/5/6 audit firms, are perceived to have higher audit quality and to receive higher audit fees in return. According to Craswell et al. (1995), the development of the ‘Big’ auditors’ reputations, brand names and industry specialization are costly, which results in higher audit fees. This indicates that higher audit fees are involved with higher quality audits by the ‘Big’ audit firms. Mitra et al. (2007) explained that higher business risks demand audit firms to assign more professional and experienced auditors, to detect any material misstatements, leading to greater audit efforts and higher audit service fees. This also indicates that higher audit fees indicate more professional audit services exerted by the audit firms.

According to Chen et al. (2005), based on the Australian audit market, the industry specialists are found to receive significant audit fee premium. This audit fee premium is also found to be a

significant part of the fee premium received by 'Big' audit firms. This indicates that high audit fees give an indication of high audit quality performed due to the contribution of industry specialist auditors as well as those of 'Big' audit firms. According to Gul (2006), Alali (2011), Okolie et al. (2013) and Bamahros and Wan-Hussin (2015), audit fees is a measure of auditor independence and is measured by the log of audit fees paid by firms, while Mitra et al. (2007) and Gul et al. (2007) analysed the audit fees in US dollars. While the audit fees are found to constrain earnings management practices, the non-audit service fees are criticised to increase earnings management (Frankel et al., 2002; Gul et al. 2007).

Non-audit service fees are argued to influence an auditor's judgement, reducing the auditor's independence, preventing the auditor from enforcing the GAAP, and leading to lower quality audits and higher earnings management accordingly (Hoitash et al., 2007). According to DeFond et al. (2002), auditors may become financially dependent on their clients because of the high non-audit service fees, and as a result unwilling to report any misstatements out of fear of losing their clients. Based on this, the total fees are also criticised for increasing earnings management as found by Hoitash et al. (2007) and DeFond et al. (2002). Even though the Non-audit service fees were highly criticized, they were also found to restrain earnings management (Causholli et al., 2014). The argument behind this is that it provides the auditor with useful information about the client, enabling the auditor to build a deeper understanding of the client, which helps auditors to produce more effective and efficient audits and reduce earnings management accordingly.

Longer audit firm tenure was argued to increase earnings management as it reduces auditor's independence (Bell et al., 2015; Tepalagul and Lin, 2015). The reason behind this is that long association between auditors and their clients can create

confidence and familiarity between the two, resulting in a lack of innovation and less strict audit procedures, which results in impaired audit quality and increased earnings management practices (Carcello and Nagy, 2004; Okoh, 2015). On the contrary, longer audit firm tenure is found to reduce earnings management as a result of auditors being able to evaluate the risk of material misstatements (Casterella and Johnston, 2013). Longer audit firm tenure is perceived to help auditors gain valuable knowledge about their clients, become more experienced and have better insights into the client's business operations and the internal audits of their financial reporting processes (Casterella and Johnston, 2013). The auditor tenure is measured by the number of years in which auditors audit their clients (Bamahros and Wan-Hussin, 2015).

In this study, the audit quality is measured using the audit fees as a proxy for audit quality, as it indicates auditor's independence and signals the expected audit effort. The audit service fees are used in this study for three reasons. First, as it is considered an indication of higher audit quality, as it's earned by Big audit firms, as mentioned by Hay et al. (2008), and industry specialist auditors, as indicated by Chen et al. (2005), in return for their expertise and professional audit services and efforts, as indicated by Mitra et al. (2007). Second, the UK is found to be mostly audited by 'Big' audit firms, as found by Hassanein et al. (2018), which reduces the need for its analysis. Third, audit fees may be tricky as they may be actually spent for monitoring and controlling purposes, or may be used just to signal higher credibility of the financial reporting processes of firms in order to attract investors, as suggested by Rajgopal et al. (2015). Therefore, the audit quality represented by the amount of audit service fees is worth studying, to indicate its real impact on EM practices, in the UK and US contexts. The audit quality is measured using the log value of audit fees paid to auditors, as indicated in table 1, to reduce the dispersion on the results, as measured by Gul (2006), Alali (2011), Okolie et al.

(2013) and Bamahros and Wan-Hussin (2015). These data are provided by Bloomberg database and the variable is presented in my research model as AUDQ.

3.5 Managerial Ownership

Gul et al. (2002) and Alzoubi (2016) found a negative relationship between managerial ownership and earnings management. Hence, managerial ownership makes managers owners to constrain their opportunistic behaviours and reduce the earnings' manipulations, and hence reduce the need for outside monitoring. Conversely, Klassen (1997) and Gabrielsen et al. (2002) found a positive relationship, as with high managerial ownership, managers face more pressures from the capital markets to signal a higher firm value to match the market's expectations, and hence it becomes an ineffective tool in constraining earnings management. This positive relation is also supported by the entrenchment theory. The existence of two different opinions makes the variable worth studying and hence a significant relationship is expected. However, Yeo et al. (2002), Sánchez-Ballesta and García-Meca (2007), and Teshima and Shuto (2008) found a non-linear relationship between the two.

Additionally, the existence of CEO compensation is expected to moderate this relationship between managerial ownership and EM. This joint effect is expected to reduce managers' opportunistic behaviours and their earnings' manipulations. In fact, CEO compensation can be a successful mechanism in complementing or substituting the effect of the managerial ownership on the level of EM. Hence, the strength of this joint relationship is worth studying as well. Managerial ownership is measured by Teshima and Shuto (2008) as the fraction of all shares held by all directors.

Peasnell et al. (2005), Sanchez-Ballesta and Garcia-Meca (2007), and Alzoubi (2016) measured the insider managerial ownership as

the proportion of common shares held by inside members of the board of directors- executive directors; while outsider managerial ownership is measured by Alzoubi (2016) as the proportion of common shares held by independent non-executive directors. According to Gabrielsen et al. (2002), the managerial ownership is computed as the percentage of outstanding shares held by directors, officers, and principal owners holding at least 10 percent of the firm's shares. Similarly, Bos and Donker (2004) defined managerial ownership as the total percentage of block-holdings held by managers and supervisors. According to Ullah et al. (2012), managerial ownership is computed as the total proportion of managers, directors, and executives divided by the total capital shares of the firm.

Hassanein et al. (2018) analysed the managerial ownership presented by the percentage of total shares held by employees and those holding positions and have voting powers at the annual general meetings, using the Datastream code 'NOSHEM', on their study of UK listed firms between 2005- 2014. This definition, however, has changed on Datastream to indicate the percentage of strategic shareholdings higher than 5%, held by employees, or by individual investors, using this same Datastream code at the point of collecting the data. This recent definition by Datastream does not specify the involvement of managerial ownership. Hence, due to the absence of a clear definition indicating the percentage of managerial ownership, this variable will be excluded from the analysis. Therefore, in this study, the managerial ownership presented by MANOWN is excluded from the research model and is not analysed due to the unavailability of its data on either Thomson Reuters or Bloomberg databases.

3.6 Institutional Ownership

Michel et al. (2014) and Alzoubi (2016) found that high institutional ownership tends to restrict managers' opportunistic behaviours and reduce earnings management practices. This negative relation is justified by the institutions' ability to monitor and control managerial opportunism since they have significant resources and access to the relevant information. Conversely, Bushee (2001) and Charitou et al. (2007) found that high institutional ownership tends to increase earnings management practices, as managers face pressures from institutions to meet the short-term targets, which pushes managers towards manipulating the firm's earnings. The existence of two different opinions makes the variable worth studying and hence a significant relationship is expected. Additionally, CEO compensation is expected to moderate this relationship between institutional ownership and EM. This joint effect is expected to be a successful mechanism in reducing the level of EM. Hence, the strength of this joint relationship is worth studying as well, as part of this study's contribution.

According to Peasnell et al. (2005), Wang (2006), Gul et al. (2007), Hoitash et al. (2007), Kouaib and Jarboui (2014) and Alzoubi (2016) the institutional ownership is measured by the number of shares held by institutional investors as a proportion of the firm's total shares. Ullah et al. (2012) measured the financial institutional ownership by the total proportion of banks, investment firms, insurance companies, and pension funds divided by the total capital shares of the firm. Mitra et al. (2007) categorised institutional ownership into two- diffused and block. They computed the diffused institutional ownership as the percentage of shares held by institutional investors holding less than 5% of the firm's common shares, while the block-institutional ownership is computed as the percentage of shares held by institutional owners holding more than 5% of the firm's common shares.

Similarly, Bos and Donker (2004), institutional ownership is defined as the total percentage of block-holdings held by banks, insurance firms, investment firms, and pension funds. In this study, the institutional ownership is measured by the total percentage of strategic shareholdings of at least 5%, as in prior studies of Bos and Donker (2004) and Mitra et al. (2007), held by investment banks, institutions, pension funds and endowment funds. This percentage of institutional ownership is computed by Thomson Reuters database and presented into two categories. These two are- the percentage of shares held by investment banks and institutions, using the Datastream code NOSHIC, and the percentage of shares held by pension funds and endowment funds, using the Datastream code NOSHPF. Hence, the two are added together to represent the total institutional ownership to be used in this study, as indicated in table 1, and the variable is presented in my research model as INSTOWN.

3.7 Concentrated Ownership

The concentrated ownership is found to reduce earnings management since block-holders are keen to protect their large investments (De Miguel et al., 2004). However, if the concentrated ownership turns to be excessively high, it may have negative implications, as they tend to work for their interests instead, which causes them to have an agency problem with minority shareholders (Zhong et al., 2007). Their excessive powers may push managers towards manipulating the firms' earnings, in order to lead block-holders to their private benefits (Boubakri et al., 2005). The existence of two different opinions makes the variable worth studying and hence a significant relationship is expected. Additionally, as part of my contribution to this study, CEO compensation is expected to moderate this relationship between the concentrated ownership and EM. Moreover, the joint effect resulting from the moderation is expected to benefit the firms in

reducing their earnings' manipulations. Therefore, the strength of this joint relation is worth analysing.

Klassen (1997) measured the inside ownership concentration by computing the percentage of shares owned by the largest five insider owners. Kouaib and Jarboui (2014) measured the capital concentration using a dummy variable taking a value of 1 if the capital is held by the main shareholder and a value of 0 otherwise. Similarly, Peasnell et al. (2005) also use a dummy variable taking a value of 1 if the main investor holds more than 10% of the firm's shares, and 0 otherwise. An et al. (2016) measured block-holder ownership using a dummy variable as well, for two groups of 1% and 5%; so for the ownership by institutional block-holders greater than 1%, as a proportion of market cap, they took a value of 1 or 0 otherwise, and the same concept is applied to the 5% group. Additionally, Mitra et al. (2007) use two categories of block-holders; one representing the institutional block-holders, holding above 5% of the firm's common shares, and the other for non-institutional block-holders, holding above 5% of the firm's common shares.

According to Bos and Donker (2004), Ullah et al. (2012) and Alzoubi (2016), block- holder ownership is defined as block-holders owning at least 5% of the firm's shares. In this study, the concentrated ownership is defined as the total percentage of strategic shareholdings of at least 5%, as computed by Thomson Reuters, using the Datastream code NOSHST. This percentage, however, includes all block-holders above 5%, including the institutional ownership, as previously explained. Therefore, this concentrated ownership percentage is used after the deduction of the INSTOWN percentage computed above, in order to avoid the duplication of data. Hence, the concentrated ownership would include all block-holders, other than institutional investors, as indicated in table 1. It includes all other types of investors holding above 5% of the firm's shares and not displayed in my research

model, such as families, employees, governments and foreign investors. This variable is presented in my research model as CONOWN.

3.8 Cash Holdings

Holding cash tends to provide great flexibility for firms to enter into new investments without the need for external financing and for the commitment towards their interest payments (Dittmar and Mahrt-Smith, 2007; Xiong et al., 2021). Cash is known to be held for precautionary purposes in order to protect firms from any unfavourable conditions (Al-dhamari and Ku Ismail, 2015). According to Kang and Kim (2014), the level of excess cash holdings is found to reduce the positive association between the information asymmetry and EM due to the high governance exerted by firms on higher level of cash holdings. Conversely, holding higher levels of FCF gives managers the opportunity to waste these excess cash reserves on their private benefits (Pinkowitz et al., 2006).

Bukit and Iskandar (2009) analysed the impact of the excess FCFs available. Chung et al. (2005), Ma (2012), Rusmin et al. (2014), Farahani et al. (2016), and Nekhili et al. (2016) analysed the cash flow as cash from earnings, after the deduction of interest, dividends, and tax, and before accounting for depreciation, in relation to the book value of assets. Ma (2012) analysed free cash flow as an indicator for cash holdings. Meanwhile, Pinkowitz et al. (2006) use a cash regression model and Kang and Kim (2014) use the residuals from a cash equation as an indicator for excess cash holdings. However, Mun and Jang (2015) defined cash holdings as the sum of cash and cash equivalents- after the deduction of current debts, as a proportion to total revenues.

According to Al-dhamari and Ku Ismail (2015) cash holdings are measured as the log of cash and cash equivalents in relation

to net assets- which is computed as the total assets after the deduction of cash and cash equivalents. Similarly, Ogundipe et al. (2012) also measured cash holdings as the sum of cash and cash equivalents as a proportion of the net assets. Meanwhile, Sun et al., (2012) measured the cash holdings as the proportion of cash and marketable securities in relation to the book value of assets, and Farinha et al. (2018) measured cash as the cash and short-term investments over the firm's total assets. Ozkan and Ozkan (2004) also measured the ratio of the total cash and cash equivalents in relation to total assets. Nevertheless, Opler et al. (1999), Foley et al. (2007), and Shin et al. (2018) analysed the log of the ratio of cash and cash equivalents to net assets.

Prior studies in this area are conducted on the relation between free cash flow levels in relation to EM, but none of them analysed the impact of the total cash in firms- using the cash and cash equivalents on EM practices, in the UK and the US contexts, during this period of analysis. They present cash holdings in terms of the FCF, rather than the total cash which the firm owns. A positive relationship is expected between the two, in accordance with the entrenchment theory and the agency theory, since higher cash levels are expected to be involved with higher managerial opportunism, resulting in higher EM practices and a wider gap between managers and their shareholders.

In addition, CEO compensation is expected to moderate this relationship between the cash holding levels and EM. The joint effect arising from using the moderating variable is expected to reduce EM participated by managers. It is expected to weaken the positive relation when managers receive incentives. Hence, the strength of this joint effect is also worth studying. Hence, as one of this study's main contributions, the impact of cash holdings on EM is analysed, using the firm's total cash and cash equivalents, rather than considering just the small portion of the FCF available at managers' disposal. Therefore, in this study, the cash holdings

are computed using the cash and cash equivalents, as a proportion of the firm's total assets, as indicated in table 1. This helps to indicate the size of the firm's cash holding levels in relation to the firm's size. These data are available from Bloomberg database. This variable is presented in my research model as CASH.

3.9 Financial Leverage

According to Bedard et al. (2004) and Peasnell et al. (2005), firms using high leverage tend to have income increasing accruals in order to reduce the debt restrictions placed upon them. To further explain this, firms which are about to default in paying off their debts are more likely to manage the firm's earnings in order to avoid any contractual violations (Mather and Ramsay, 2006; Teshima and Shuto, 2008; Rusmin et al., 2014). Conversely, Chung et al. (2002) and Park and Shin (2004) found that firms holding higher levels of leverage are less capable of manipulating the firm's earnings as a result of the high control placed upon them by the lenders for the purpose of securing their debts.

The financial leverage is measured by Klein (2002), Peasnell et al. (2005), Wang (2006), Gul et al. (2007), Teshima and Shuto (2008), Rodriguez-Perez and van Hemmen (2010), Chen et al. (2011), Rusmin et al. (2014), Alzoubi (2016), Cheng et al. (2016), An et al. (2016), and Anagnostopoulou and Tsekrekos (2017) as the total debt divided by total assets. Mitra et al. (2007) measured leverage as the long-term debt divided by the total assets, while, Bedard et al. (2004) measured leverage as the long-term debt divided by the lagged total assets. Meanwhile, Sun et al. (2010), Liu et al. (2014) and Hassanein et al. (2018) measured leverage as the total debt to total equity. Additionally, Cohen and Zarowin (2008) measured leverage as the long-term debt divided by the market value of equity, and Liu et al. (2014) measured leverage as total liabilities divided by the equity book value. In this research, the

financial leverage is measured as the total debt to total assets, as it's the most commonly used measure, as indicated in table 1. It's expected to have a significant association with EM. The data is obtained from Bloomberg database and the variable is presented in my research model as LEV.

3.10 Firm Size

According to Birjandi et al. (2015), the firm size influences the ability to make decisions regarding the firm's performance, and hence, it must be controlled in order to avoid any impact this variable may have on the results. According to Alzoubi (2016), managers' behaviours differ in small and large firms. Dechow and Dichev (2002) found steady earnings management levels in larger firms, while Gul et al. (2009) found lower earnings management levels associated with larger firms. The reason behind this is that larger firms tend to leave fewer chances for managers to manipulate earnings, as a result of the high monitoring performed upon them by security analysts (Teshima and Shuto, 2008).

Conversely, large firms may still be motivated to manipulate the firm's earnings but for other purposes such as meeting the expected earnings' targets (Chen et al., 2007). Relying on the agency theory, large firms tend to have higher information asymmetry, which encourages managers to manipulate the firm's earnings in order to reach their personal benefits (Chung et al., 2005; Ben Othman and Zhegal, 2006). The firm size is measured by Bedard et al. (2004), Teshima and Shuto (2008), Cornett et al. (2008), Chen et al. (2011), Kouaib and Jarboui (2014), Birjandi et al. (2015), Alzoubi (2016), Cheng et al. (2016), and Anagnostopoulou and Tsekrekos (2017) as the log of total assets; while Sun et al. (2010) used the total assets as a whole. Liu et al. (2014), Rusmin et al. (2014) and Hassanein et al. (2018) however, measured the firm's size as the log of the market value of equity. In this study,

the firm's size is expected to have a significant association with EM. The firm's size is measured as the log of total assets, as it's the most commonly used measure, as indicated in table 1, and is presented in my research model as SIZE.

3.11 Profitability

Bedard et al. (2004), Chen et al. (2007), Alzoubi (2016) and Anagnostopoulou and Tsekrekos (2017) found a negative association between the firm's profitability and earnings management. They found that firms generating lower profits, face pressures from their shareholders to increase those profits, which pushes them towards manipulating the firms' earnings, resulting in higher EM levels. However, Kothari et al. (2005), Machuga and Teitel (2007), and González and García-Meca (2014) found a positive association between the two. They explained that managers become motivated to manage the firm's earnings upward in order to make their firms more attractive to investors.

The return on assets (ROA) is used as a proxy for the firm's profitability. González and García-Meca (2014) measured the ROA as the EBIT over the lagged total assets. While, Alzoubi (2016) measured ROA using the firm's net income divided by the lagged total assets, while Wang (2006) and Mitra et al. (2007) measured ROA as the net income over the average total assets. Hassanein et al. (2018) measured ROA using the firm's return on equity ratio. The firm's ROA is measured by Bedard et al. (2004), Gul (2006), Hoitash et al. (2007), Cohen and Zarowin (2008), Sun et al. (2010), Nekhili et al. (2016), Cheng et al. (2016), Anagnostopoulou and Tsekrekos (2017) as the net income divided by the total assets.

Hence, in this study, the firm's profitability is represented by the firm's ROA, measured as the firm's net income divided by its total asset, as it's the most commonly used measure, as indicated in table 1. It is expected to have an association with EM, as

explained earlier by Bedard et al. (2004), and Chen et al. (2007), Alzoubi (2016) and Anagnostopoulou and Tsekrekos (2017). The data is collected from Bloomberg database and is presented in my research model as ROA.

3.12 Firm Growth Opportunities

According to Wang (2006), Mitra et al. (2007), Sharma and Kuang (2014), González and García-Meca (2014), and Alzoubi (2016) found that firms with high growth tend to have high earnings management. They explained that firms with high growth, tend to be reluctant to report losses and hence they tend to have higher accruals compared to firms with lower growth. On the contrary, An et al. (2016) and Anagnostopoulou and Tsekrekos (2017) found a negative association between the two variables. An explanation behind this is that when a firm's growth is imperfect as they have an underinvestment problem, firms face higher financial distress, which pushes managers towards managing the firm's earnings. The firm's growth opportunity is computed by Bergstresser and Philippon (2006), Gul et al. (2007), Mitra et al. (2007), Sharma and Kuang (2014), Rusmin et al. (2014), Alzoubi (2016) and Cheng et al. (2016) as the market to book ratio of equity, while it is computed by Anagnostopoulou and Tsekrekos (2017) as the lagged MTB.

Hussainey et al. (2003), Schleicher et al. (2007), Cohen and Zarowin (2008) and Hussainey and Walker (2009) however, measured the growth rate of total assets. In addition, Bedard and Biggs (1991), Wang (2006), Liu et al. (2014), González and García-Meca (2014), and Hassanein et al. (2018) measured the firm's growth using the sales growth rate, while Chen et al. (2011) used the average growth in sales over the last three years. In this research, the firm's growth is measured as the market to book ratio of equity, since it combines the cash flows from assets with the firm's future investment opportunities (Adam and Goyal, 2008), indicated in

table 1. It is also the most commonly used measure, as mentioned earlier, and is expected to have a significant association with EM. The data is collected from Bloomberg database and is presented in my research model as MTB.

3.13 Cash Flows

Peasnell et al. (2005), Chung et al. (2005) and Alzoubi (2016) found that the existence of higher cash flows from operations result in higher levels of earnings management, while on the contrary, Chen et al. (2007) and Gul et al. (2009) found a negative association between the two. Cash flows are computed by Bedard et al. (2004) as the cash flow from operations (CFO) as it appears on the cash flow statement, while represented by Mitra et al. (2007) as the free cash flow (FCF) available at managers' disposal, computed by the CFO after the deduction of capital expenditures and dividends. Additionally, cash flows are measured by Liu et al. (2014) and Alzoubi (2016) as the CFO as a proportion of total assets, while Klein (2002) and Hoitash et al. (2007) used the CFO divided by the lagged total assets. Finally, Rusmin et al. (2014) measured cash flows as the difference between the current year's CFO and the past year's CFO, to the total assets of the past year. In this study, however, the cash flow is computed as the CFO in relation to total assets, to indicate how much CFO is generated using the firm's total assets, as in Liu et al. (2014) and Alzoubi (2016), indicated in table 1. It is expected to have a significant association with EM. The data is obtained from Bloomberg database and is presented in my research model as CFO.

3.14 Firm Loss

According to Wang (2006), Mitra et al, (2007), Chen et al. (2011), González and García- Meca (2014), Alzoubi (2016), and Anagnostopoulou and Tsekrekos (2017) there's a significant

positive relationship between the firm's loss and EM. Alzoubi (2016), González and García-Meca (2014) justified this positive relation by explaining that poor financial performance of firms is likely to increase the agency costs and push managers towards manipulating the firm's earnings. Additionally, Anagnostopoulou and Tsekrekos (2017) justified that managers tend to engage in EM practices to avoid reporting a loss or lower earnings compared to previous year's levels, or to cover missing earnings targets set by financial analysts, or to avoid being delisted. Cohen and Zarowin (2008), however, found a significant negative relationship between the firm's loss and EM. Their justification behind this is that loss firms have fewer opportunities and less access to funds, which makes earnings more difficult to manipulate. Meanwhile, Sharma and Kuang (2014) found no association between the two variables.

Gul (2006), Schleicher et al. (2007), Alzoubi (2016) and Anagnostopoulou and Tsekrekos (2017) used a dummy variable equivalent to 1 if the firm incurred losses in the previous year, and 0 otherwise. Meanwhile, Chen et al. (2011), Sharma and Kuang (2014) and González and García-Meca (2014) used a dummy variable taking a value of 1 if the firm reports losses in two consecutive years, and 0 otherwise. Additionally, Mitra et al. (2007) and Alali (2011) used a dummy variable taking a value of 1 if the firm incurred a loss in any of the previous three years, and 0 otherwise. However, Bedard and Biggs (1991), Wang (2006), Cohen and Zarowin (2008) and Liu et al. (2014) used a dummy variable indicating negative earnings for the year.

Schleicher et al. (2007) explained that the existence of a loss in surviving firms has an important indication, as the current income does not signal a good long-term firm performance. Hence, as a way of monitoring future earnings, investors need to investigate why those losses arise and when to eliminate them in the future. Therefore, for this research, the firm's loss is analysed using a dummy variable taking a value of 1 if the firm's net income is

negative for the current year and 0 otherwise, as explained by Schleicher et al. (2007), indicated in table 1, and is expected to have a significant positive association with EM. The data is obtained from Bloomberg database and is indicated in my research model as LOSS.

Table 1 summarizes all the variables used in my research study- the moderating variable, the independent variables, the control variables, and even all the components used in measuring the dependent variable- earnings management. This table presents their measurements and descriptions, along with their data sources, in addition to their expected signs from conducting this study.

4. FINDINGS

4.1 Descriptive Statistics

Table 3 indicates an average absolute value of discretionary accruals of US firms to be approx. 3.5%, with a minimum of 0 and a max of 60.9%. This average DAC is very close to the average DAC of the UK firms of approximately 3.1%, however, US firms tend to have higher max DAC reaching 60.9%, compared to a max of 42% of the UK firms, as indicated in table 2. This indicates wider boundaries for the participation of earnings management in the US, compared to that of the UK.

The average CEO compensation is presented in table 3 to be around 13.9 million, with a min of approx. 34 thousands and a max of 378 million. The findings of the CEO compensation in US firms are much higher, compared to this study of UK firms, which displays an average CEO compensation of only 3.3 million, with their max reaching only

32.1 million, displayed in table 2. This huge difference in CEO compensation can be explained by the greater power of the CEOs in US firms, as they hold two roles- the role of the CEO and the chairman of the board, as explained by Aguilera et al. (2006).

As of the independent variables, table 3 presents average audit fees, as a proxy for audit quality, of 12.9 million, with a min of 328 thousand, and a max of 3.51 billion. This average of audit fees is much higher than that found of the UK of only 4.2 million, with the max audit fees of US firms spent are more than six times those of the UK, indicated in table 2. This huge difference, however, can be justified by the US firms' need for higher monitoring and control efforts by more professional and experienced auditors, due to the higher business risk associated with providing CEOs greater power and higher incentives, as suggested by Mitra et al. (2007).

US firms are found to have an average institutional ownership of approx. 10%, with a min of 0 and a max of 78%. This average is comparable to the UK average of 9%, presented in table 2. Table 3 presents an average level of the concentrated ownership of US-listed firms to be 2.8%, with a min of 0 and a max of 81%. This average is lower than the UK average of 8.5%, presented in table 2, however, it has a higher max compared to 74% in the UK. In terms of the cash holdings of US-listed firms, table 3 presents an average of 9.3%, with a min of 0 and a max of 70.8%. This average is comparable to the UK average of 9.1% indicated in table 2. However, the max cash holdings held by US- listed firms are much higher, compared to only 55.9% in UK-listed firms.

4.2 Correlation Analysis

Table 4 and 5 present the correlation analysis of UK and US-listed firms, respectively. Table 4 indicates that variations in CEO compensation is positively correlated with variations in EM at UK-listed firms, while CEO compensation is found to be

significantly negatively correlated with EM variations at US-listed firms, as indicated in table 5. The negative relationship between audit quality and EM at UK and US-listed firms, presented in table 4 and 5, respectively, is consistent with prior research of Zhou and Elder (2004) and Davidson & Neu (1993), suggesting higher control on EM. Meanwhile, the positive relationship between the institutional ownership and EM, at both of UK and US-listed firms, is consistent with prior research of Bushee (2001) and Charitou et al. (2007), suggesting higher pressures imposed by institutions on managers to meet short-term targets, resulting in higher earnings' manipulations. Moreover, the positive correlation between cash holdings and EM, at both of UK and US-listed firms, is also consistent with prior studies of Pinkowitz et al. (2006), suggesting that higher levels of cash kept at firms, increases managers' opportunistic behaviours, as they waste these excess cash reserves on their private benefits.

4.3 Regression Results of UK and US Firms

Before presenting the findings of the moderated regression results, this section summarizes the impact of CEO compensation, the three governance mechanisms, and cash holdings on EM, within the two contexts of the UK and US-listed firms, based on the robust regression results presented in table 6. As indicated in table 6, it is observed that CEO compensation increases the participation of EM practices in the UK context, while remains insignificant in the US. Hence, managers' interests are not aligned with those of their shareholders when CEO compensation increases, but rather, a wider gap between the two parties is created due to the higher earnings' manipulations exercised by managers of UK firms. Audit quality is found to be an ineffective tool in restraining EM practices in both contexts, as it is found to be insignificant in the UK and to have a positive association in the US. Concentrated ownership is found to be an effective

mechanism in controlling managerial opportunism and restraining EM practices in the US, even though it is observed to increase earnings' manipulations in the UK. This can be due to the higher monitoring and control exerted on US firms, associated with the higher responsibilities given to their CEOs, or the higher and stricter rules and regulations imposed upon them by the US GAAP. Nevertheless, institutional ownership or cash holdings are found to have insignificant impacts on EM participated in the two contexts. From this analysis, it appears that the above-mentioned factors act differently in the UK in relation to the US due to the different regulations imposed upon them, as the UK firms are regulated by the IFRS, while the US firms are governed by the US GAAP. Finally, to further expand the study of what best restrains EM practices within the UK and the US contexts, the impact of the moderating role of CEO compensation is analysed in the following section, to indicate if CEO compensation can act differently when joined with another governance mechanism.

4.4 Moderated Regression Results of UK Firms

Table 7 presents the robust moderated regression results of UK-listed firms, since the data appeared to be heteroscedastic, as revealed by the significance level of 0.000, indicated by the Modified Wald test in fixed effect regression models. So for UK firms, using CEO compensation as an additional incentive and control mechanism, appear to be insignificant in relation to EM. This indicates that CEO compensation does not act as an incentive for managers to restrain managerial opportunism in order to reduce EM practices, yet it does not encourage the participation of EM. This finding of insignificant relation rejects our first hypothesis suggesting a significant association between CEO compensation and EM. This finding is inconsistent with the entrenchment and agency theories since managers do not manipulate the firms'

earnings to earn higher levels of compensation, which reduces the conflicts of interests.

In regards to the audit quality, presented by the audit fees, as well as the institutional ownership, they are also found to have insignificant associations with EM practices in the UK, as observed in table 7, even though the two factors are observed to have a negative association in relation to EM. These findings reject our second and third hypotheses suggesting a relationship between each of the two and EM practices. The concentrated ownership is also revealed to remain insignificant, as indicated in table 7. This finding is inconsistent with the entrenchment and agency theories. This finding also rejects our fourth hypothesis suggesting a relationship between the ownership concentration and EM. This finding is inconsistent with the agency theory suggesting a positive association. However, this finding of an insignificant association between the ownership concentration and EM is consistent with the findings of Peasnell et al. (2005) who found an insignificant relation between the two in the UK context, and Al-Fayoumi et al. (2010) who also found an insignificant relation, on their analysis of Jordanian industrial firms.

Last, but not least, the cash holdings are also revealed to remain insignificant as indicated in table 7, which rejects our fifth hypothesis suggesting a relationship between cash holdings and EM.

To illustrate our contribution to this research, table 7 indicates an insignificant relationship of the joined effect of CEO compensation with each of the four factors, in relation to EM. The table reveals that none of the formed joint effects reduces the participation of EM. This can be due to the insignificant impact of each of the four factors mentioned above, even though the joint effect of CEO compensation with each of the audit quality, or cash holdings, is observed to have negative coefficients. This indicates that CEO

compensation- as a moderator, doesn't play a significant role in restraining EM practices in the UK. Analysing the strengths of these insignificant joint effects are no longer valid, which reject our sixth, seventh, eighth, and ninth hypotheses. This concludes that using CEO compensation in the existence of either audit fees spending, institutional ownership type of corporate structure, ownership concentration, or cash holdings doesn't help UK-listed firms in reducing managerial opportunism to increase the transparency of the reported earnings. Hence, using the moderation effect of CEO compensation doesn't add value to UK firms and is not such a helpful contribution to the UK market. Finally, UK investors are advised to avoid investing in loss-making firms to avoid being presented with misstated financial statements, due to the significant positive impact of loss-making firms on the level of EM observed in table 7.

4.5 Moderated Regression Results of US Firms

Table 7 presents the robust moderated regression results of US-listed firms, since the data appeared to be heteroscedastic, as revealed by the significance level of 0.000, indicated by the Modified Wald test in fixed effect regression models. So by introducing the moderating role of CEO compensation to the model, the following findings appear. Neither CEO compensation, audit quality, institutional ownership, nor concentrated ownership is found to have a significant relationship with EM of US-listed firms, as indicated in table 7. These findings reject the first, second, third, and fourth hypotheses. These findings are consistent with this research's findings of UK-listed firms, as they too observe no association between any of these four factors and EM. Cash holdings, however, are revealed to have a significant association with EM, as indicated by the 0.051 significance level, in table 7. A positive relationship is indicated by the positive coefficient of 0.71. This finding accepts the fifth hypothesis of a significant positive

relationship between cash holdings and EM. This indicates that the presence of cash makes is vulnerable for misuse by managers.

This positive relationship can be due to the effect of high discretionary accruals participated by managers to cover their abuse of the firms' cash. Keeping high cash reserves, tempts managers to spend this excess cash opportunistically. It becomes vulnerable for managers' abuse towards achieving their personal desires, which creates conflicts of interests and widens the gap between these managers and their shareholders. Hence, this finding is consistent with entrenchment and agency theories. This positive relation is inconsistent, however, with the stewardship theory.

This finding is consistent with the findings of Chung et al. (2005), Bukit and Iskandar (2009), Rusmin et al. (2014) and Farahani et al. (2016), who found a positive relationship between FCFs and EM. Their explanation behind this positive association is that there is high risk associated with the presence of FCF, as managers become tempted to use these FCF on their own private benefits. As a result, managers use their discretionary powers to hide this misuse of funds, resulting in higher EM levels.

Nekhili et al (2016) also found a positive relation as they had an average FCF of 12.2%, which is comparable with this research's finding of the cash holdings- represented by the cash and cash equivalents- of 9.3%, presented in table 3. Their study is conducted on French firms, based on the SBF 120 index, from 2001-2010. They found that protecting this FCFs from managerial opportunism depends on the ownership structure and the corporate governance mechanisms incorporated, which leads to the observation of our ninth hypothesis incorporating the moderating role of CEO compensation as a corporate governance mechanism, as expressed by Cornett et al. (2008).

As a contribution to this research, the moderating role of CEO compensation is analysed in the US context. The analysis indicates that the joint effect of CEO compensation with either the audit quality, institutional ownership, or concentrated ownership has no association with EM, as presented in table 7, even though the joint effect of CEO compensation along the presence of audit quality is observed to have a negative coefficient. These findings reject the sixth, seventh, and eighth hypotheses, since analysing the strengths for these insignificant joint effects becomes no longer valid. These results can be due to the insignificant impact of each of these variables in relation to EM. This indicates that the presence of CEO compensation doesn't act as an incentive for managers to support audit fees spending to restrain managerial opportunism and reduce

EM practices. These findings are consistent with this study's findings of UK-listed firms discussed earlier, as CEO compensation is found not to be effective in motivating managers to reduce EM practices when moderating any of these relations.

A value-adding contribution is that the moderating role of CEO compensation is found to have a significant impact on the association between cash-holdings and EM, as revealed by the 0.043 significance level in table 7. A negative relation of the joint effect and EM is observed by the negative coefficient of -0.105, in table 7. Even though the existence of the cash-holdings by itself in US-listed firms is found to increase the participation of EM, the positive relation changes in the intervention of CEO compensation. To further clarify, the distribution of CEO compensation in the presence of cash within US-listed firms acts as an incentive for managers to actually work for the firms' best interests, avoid using the firms' excess cash, leading to lower EM practices. This finding is inconsistent with this study's findings of UK-listed firms, since an insignificant relation between the joint effect and EM is found in the UK context. This study confirms that CEO compensation

can act as a moderator to add value in offsetting the positive relation between cash-holdings and EM levels, leading to lower participation of EM.

To further analyse the strength of this impact, the joint effect is found to be substitutive, as indicated by the negative coefficient of -0.105, which is lower than the sum of the two independent coefficients of 0.010 for CEO compensation and approximately 0.712 for Cash-holding. This finding accepts the ninth hypothesis suggesting a substitutive effect of the joint effect on EM. This finding is inconsistent with those of the UK discussed earlier. In conclusion, this contribution can be a significant benefit to the US market, as firms holding high cash reserves can protect their excess cash by distributing CEO compensation in line, to prevent managerial opportunism and restrain EM practices.

In summary, US-listed firms tend to exercise higher earnings management in the presence of cash holdings, or in the case of incurring losses or experiencing high growth. However, their earnings manipulations are restrained either when distributing CEO compensation in the presence of large amounts of cash, or in large firms, or in low growth firms. Hence, if US firms intend to restrict managerial opportunism and limit the participation of EM practices, they are highly advised to either lower the levels of their cash holdings or to distribute higher levels of compensation when higher cash levels are present to restrict managers from using the firms' cash available on their personal desires. Table 7 presents a comparison between the UK and the US findings.

4.6 Comparison between the UK and the US Contexts

In an attempt of comparing the findings of the both contexts of the UK and the US to reveal the difference of the influences of the EM constraints, including the moderating role of CEO compensation, in affecting EM practices within the two markets, a

test of difference is implemented. Since UK firms are observed to have lower EM levels than those of US firms, as indicated by the t-test in table 8, the marginal impact of the constraints, including the moderation effect of CEO compensation, is worth analysing. Hence, a dummy variable indicating the country type “C” is used (Wright et al., 2006). Table 9 reveals a difference between the overall impacts of EM constraints within the US in comparison to the UK. The sum of B10 through B19 is -0.905^1 , which is proved to be significant as indicated by the significance level of 0.00, presented in table 9, indicates that EM constraints are more effective in restraining EM practices of UK firms compared to those of the US. Hence, it can be concluded that UK firms have lower EM levels, due to the higher effectiveness of the EM constraints employed, compared to the US. This finding rejects the tenth hypothesis suggesting that EM constraints, including the moderation effect, applied in US firms, are more effective in restraining EM practices than in the UK. As further analysis, the marginal impact of each variable is analysed independently to further indicate their individual strengths, as revealed in table 10. Table 10 reveals that none of the variables has significant impact between the two countries. Hence, even though each individual mechanism is not more effective in country than the other, the overall impact of the constraints put together is revealed to be more effective in reducing EM practices in the UK compared to the US, as indicated in table 9.

4.7 Additional Analysis

Table 11 presents the additional analysis required for validating the findings of this research study. In this analysis, EM is measured

1 $\beta_0+\beta_1+\beta_2+\dots+\beta_{18}+\beta_{19}=0.39$ which represents the impact of EM constraints in US firms. $\beta_0+\beta_1+\dots+\beta_8+\beta_9=1.30$ which represents the impact of EM constraints in UK firms. Hence, the difference between them ($\beta_{10}+\beta_{11}+\dots+\beta_{18}+\beta_{19}= -0.905$) which represents the marginal impact of the EM constraints on EM between UK and US firms.

using the performance-matched discretionary accruals, using the lagged ROA, as explained earlier. The robust regression results are presented and summarized in table 11. In relation to the UK, the results are mostly consistent with the previous findings discussed earlier and presented in table 7, as neither of the monitoring and control mechanisms, nor the proposed moderation effect of CEO compensation is found to be an effective strategy in restraining managerial opportunism and reducing EM practices in the UK market. In relation to the US, the findings are also mostly consistent with the previous findings discussed earlier, as cash holdings are found to increase the participation of EM, due to the high risk involved. In addition, the moderation effect of CEO compensation is also revealed to play a major role in restraining EM practices in the presence of these cash holdings, due to the significant negative relation observed from the results indicated in table 11. Hence, this additional analysis confirms the previous findings that CEO compensation can act as a moderator only in the presence of high cash holdings, in the US market, as the incentive power of CEO compensation tends to restrain managerial opportunism; which may be due to the fact that CEOs of US firms hold the two positions of the CEO and the chairman of the board (Higgs, 2003).

5. CONCLUSION

In conclusion, this research is conducted to identify the drivers which reduce EM, in order to enhance the transparency of the financial reporting process in the UK and the US contexts. It aims at analysing the impact of the determinants of EM, in addition to cash holdings, on the participation of EM, in both of the UK and the US markets. Nevertheless, it aims at investigating the impact of the moderation effect of the CEO compensation in restraining EM practices, as well as the strengths of these proposed joint effects, in both markets. This research attempts to restrain AEM

since the primary objective of using accruals is originally targeted towards enhancing the financial reporting quality (Khuong et al., 2020), through the recording of the firms' revenues and expenses in the same accounting periods in which they are incurred, regardless of the cash movements. The AEM is considered to be the most familiar method of manipulation for managers, which makes it a main point of concern. Therefore, the right use of accruals is expected to highly contribute to revealing the firms' true performance and enhancing the transparency of the financial reporting process.

The motivation for holding a comparative analysis between the UK and the US markets is that they both share many similarities, with some unique differences in the core of this study. The two are developed countries, have regulated stock markets, their firms have dispersed ownership of shares, and they both contribute towards much of the worldwide turnover. Yet, one of the main differences between the two countries is that they both follow different regulations. US-listed firms must comply with the GAAP, while the UK-listed firms must comply with the IFRS, which are found to act differently in terms of the financial reporting quality. Another main difference relies on the roles of their CEOs since CEOs of US firms hold the two positions of the CEO and the chairman of the board (Higgs, 2003). Holding higher responsibility results in higher CEO compensation accordingly, which may impact EM practices differently (Aguilera et al., 2006 and Conyon and Murphy, 2000). Therefore, a comparative analysis is worth analysing.

This research is the first to analyse the impact of the moderating role of CEO compensation on the associations between the above mentioned four factors and EM. CEO compensation as a whole, including the short-term and the long-term components of compensation, is analysed, to reveal the overall impact of compensation as an incentive for managers to work for the firms'

best interests. Not much analysis has been conducted using the total CEO compensation, except for Hassen (2014), Cheng et al. (2016) and Chou and Chan (2018), as most of the prior studies focused on either the long-term or the short-term components of compensation, as previously discussed. The monitoring and controlling powers exerted by these mechanisms, in line with the incentive power of CEO compensation, together are expected to align managers' interests with their shareholders', restrain EM and enhance the reliability of the reported earnings, leading to lower conflicts of interests arising between the two parties. Moreover, the strengths of these joint effects are also analysed, to reveal their magnitudes, of whether they act as complements or substitutes, in restraining EM practices. In doing so, the complementary/substitutive analysis is performed based on the joint effects' coefficients.

This study is a comparative analysis between the UK and the US, to analyse the effectiveness of the moderating role of CEO compensation, in both contexts; since the level of compensation differs relying on the level of responsibility held by managers, and hence, the impact of the CEO compensation as a moderator, on the associations between the different determinants of EM and EM levels, may act differently in the two contexts. Nevertheless, this is the first comparative study to analyse the impact of the cash holdings on the level of discretionary accruals, as a proxy for EM, in the UK and the US contexts between these years of analysis. Cash holdings are analysed using the total cash and cash equivalents, to give a better indication of the amount of cash available at firms, since it is an accumulated figure.

This research finds that none of the monitoring and control mechanisms is found to impact the level of EM in UK-listed firms. Even the proposed moderation effect of CEO compensation is found to be an ineffective strategy in restraining managerial opportunism and reducing EM practices in the UK market. In the

US, however, cash holdings are found to increase EM practices, while the moderation effect of CEO compensation is revealed to add value in the presence of these cash holdings, as it limits the participation of EM. Hence, it can be concluded that CEO compensation cannot moderate either one of the associations between the corporate governance structures, whether institutional or concentrated, and EM, or the audit quality and EM. Overall, CEO compensation can act as a moderator only in the presence of high cash holdings, in the US market, as it acts as an incentive for managers to reduce their EM practices.

Hence, firms intending to reduce EM practices in the US market are advised to reduce the amount of cash available at their firms, or incorporate the strategy of distributing CEO compensation in the presence of cash holdings. Following this strategy will help reduce the participation of EM in the US markets, leading to higher reliability of the firms' reported earnings and lower conflicts of interests between managers and shareholders. Hence, investors are advised to invest in US firms following these strategies in order to have a clearer picture of their firms' financial positions.

One of the limitations facing this research is making the managerial ownership part of the analysis, due to the unavailability of its data, since no clear definition was available to indicate the percentage of shareholdings held by managers. Analysing the impact of the managerial ownership on EM would have added value to this research. In fact, analysing the joint effect of the CEO compensation with the managerial ownership was expected to be an effective strategy in restraining EM practices, within the two contexts of the UK and the US, as the two are directly related to managers. This analysis would have been important to analyse the joint impact of the two mechanisms on reducing managerial opportunism and earnings' manipulations accordingly.

In addition, a wide range of UK data related to the short-term and the long-term components of CEO compensation was missing. So even though incorporating the two components into the analysis would have provided a clearer picture of which component encourages the participation of EM and which better restrains EM, taking them into consideration would have reduced the number of observations available for the analysis, which would have resulted in biased conclusions or would have been too limited to give a statistically significant outcome. Therefore, analyzing the impact of the short-term, as well as the long-term components of CEO compensation on EM was not possible to accomplish.

The findings of this research can open new areas for analysis such as observing the moderating role of CEO compensation in relation to real earnings management, rather than accrual-based earnings management. In addition, analysing the moderating role of incorporating high-quality audits is also worth studying, to reveal the power of auditing services in restraining managerial opportunism and further enhancing the transparency of the financial reporting processes. Furthermore, performing an analysis on how to restrain manipulations conducted by managers through the use of classification shifting as an EM method, may also add value in improving the reliability of the firms' reported earnings.

REFERENCES

- Abdullah, A. and Page, M. (2009). *Corporate governance and corporate performance: UK FTSE 350 companies*, Edinburgh: The Institute of Chartered Accountants of Scotland.
- Adam, T. and Goyal, V. (2008). 'The investment opportunity set and its proxy variables', *Journal of Financial Research*, 31(1): pp. 41-63.
- Aguilera, R., Williams, C., Conley, J. and Rupp, D. (2006). 'Corporate governance and social responsibility: a comparative analysis of the

- UK and the US', *Corporate Governance: An International Review*, 14 (3): pp. 147-158.
- Aguinis, H. (2004). *Regression analysis for categorical moderators*. New York, NY: Guilford Press.
- Alali, F. (2011). 'Audit fees and discretionary accruals: compensation structure effect', *Managerial Auditing Journal*, 26(2): pp. 90-113.
- Al-dhamari, R. and Ku Ismail, K. N. (2015). 'Cash holdings, political connections, and earnings quality', *International Journal of Managerial Finance*, 11 (2): pp. 215 - 231.
- Alzoubi, E. (2016). 'Ownership structure and earnings management: evidence from Jordan', *International Journal of Accounting & Information Management*, 24 (2): pp. 135-161.
- Alzoubi, E. (2018). 'Audit quality, debt financing, and earnings management: Evidence from Jordan', *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 30: pp. 69-84.
- An, Z., Li, D. and Yu, J. (2016). 'Earnings management, capital structure, and the role of institutional environments', *Journal of Banking & Finance*, 68: pp. 131-152.
- Anagnostopoulou, S. C. and Tsekrekos, A. E. (2017). 'The effect of financial leverage on real and accrual-based earnings management', *Accounting and Business Research*, 47(2): pp. 191- 236.
- Awuye, I. S. (2022). 'The impact of audit quality on earnings management: Evidence from France', *Journal of Accounting and Taxation*, 14(1): pp. 52-63.
- Bamahros, H., and Wan-Hussin, W. (2015). 'Non-audit services, audit firm tenure and earnings management in Malaysia', *Asian Academy of Management Journal of Accounting and Finance*, 11(1): pp. 145-168.
- Bedard, J., and Biggs, S. (1991). 'The effect of domain-Specific experience on evaluation of management representations in analytical procedures', *Auditing: A Journal of Practice & Theory* (Supplement), Vol. 10: pp. 77- 95.
- Bedard, J., Chtourou, S. and Courteau, L. (2004). 'The effect of audit committee expertise, independence, and activity on aggressive earnings management', *Auditing: A Journal of Practice and Theory*, 23(2): pp. 13-35.

- Beest, F., Braam, G. and Boelens, S. (2009). *Quality of financial reporting: Measuring qualitative characteristics*, Nijmegen Center for Economics Working paper, Netherlands: Radboud University Nijmegen. Last accessed: 12 Oct, 2017. Available at: <<https://repository.ubn.ru.nl/bitstream/handle/2066/74896/74896.pdf>>
- Bell, T., Causholli, M., and Knechel, W. (2015). 'Audit firm tenure, non-audit services, and internal assessments of audit quality', *Journal of Accounting Research*, 53(3): pp. 461-509.
- Ben Othman, H. and Zeghal, D. (2006). 'A study of earnings-management motives in the Anglo-American and Euro-Continental accounting models: the Canadian and French cases', *The International Journal of Accounting*, 41 (4): pp. 406-435.
- Beneish, M. and Vargus, M. (2002). 'Insider trading, earnings quality, and accrual mispricing', *The Accounting Review*, 77 (4): pp. 755-791.
- Bergstresser, D. and Philippon, T. (2006). 'CEO incentives and earnings management', *Journal of Financial Economics*, 80 (3): pp. 511-529.
- Berry, T., Fields, L. and Wilkins, M. (2006). 'The interaction among multiple governance mechanisms in young newly public firms', *Journal of Corporate Finance*, 12 (3): pp. 449-466.
- Birjandi, H., Kaveh, M., and Khorrami, M. (2015). 'The effect of audit quality adjustment on the relationship between earnings management and return on equity in listed companies in Tehran Stock Exchange', *Research Journal of Finance and Accounting*, 6 (11): pp. 25-36.
- Bos, A. and Donker, H. (2004). 'Monitoring accounting changes: Empirical evidence from the Netherlands', *Corporate Governance: An International Review*, 12 (1): pp. 60- 73.
- Boubakri, N., Cosset, J.C. and Guedhami, O. (2005). 'Post privatization corporate governance: the role of ownership structure and investor protection', *Journal of Financial Economics*, 76 (2): pp. 369- 399.
- Bukit, R. and Iskandar, T. (2009). 'Surplus free cash flow, earnings management and audit committee', *International Journal of Economics and Management*, 3 (1): pp. 204- 223.
- Burnett, B., Cripe, B., Martin, G., and McAllister, B. (2012). 'Audit quality and the trade- off between accretive stock repurchases and accrual-

- based earnings management', *The Accounting Review*, Vol. 87, No. 6: pp. 1861-1884.
- Burns, N. and Kedia, S. (2006). 'The impact of performance-based compensation on misreporting', *Journal of Financial Economics*, 79 (1): pp. 35-67.
- Bushee, B.J. (2001). 'Do institutional investors prefer near-term earnings over long-run value?', *Contemporary Accounting Research*, Vol. 18, No. 2: pp. 207-246.
- Cadman, B., Carter, M. and Hillegeist, S. (2010). 'The incentives of compensation consultants and CEO pay', *Journal of Accounting and Economics*, 49(3): pp. 263-280.
- Carcello, J. and Nagy, A. (2004). 'Audit firm tenure and fraudulent financial reporting', *Auditing: A Journal of Practice & Theory*, 23(2): pp. 55-69.
- Carr, R. (2013). 'The 10 best indices to track', Accessed on 13th of May 2018. Available online at <<https://www.investorchronicle.co.uk/2013/10/07/the-best-indices-to-track-ab7ByUzkw7F2Fo0tMOVLLK/article.html>>
- Casterella, J. and Johnston, D. (2013). 'Can the academic literature contribute to the debate over mandatory audit firm rotation?', *Research in Accounting Regulation*, 25(1): pp. 108-116.
- Causholli, M., Chambers, D., and Payne, J. (2014). 'Future non-audit service fees and audit quality', *Contemporary Accounting Research*, 31(3): pp. 681-712.
- Charitou, A., Lambertides, N. and Trigeorgis, L. (2007). 'Earnings behaviour of financially distressed firms: the role of institutional ownership', *Abacus*, Vol. 43, No. 3: pp. 271-296.
- Chen, H., Chen, J., Lobo, G., and Wang, Y. (2011). 'Effects of audit quality on earnings management and cost of equity capital: Evidence from China', *Contemporary Accounting Research*, Vol. 28, No. 3: pp. 892-925.
- Chen, K., Elder, R. and Hsieh, Y. (2007). 'Corporate governance and earnings management: the implications of corporate governance best-practice principles for Taiwanese listed companies', *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, 3 (2): pp. 73-105.

- Chen, K., Lin, K., and Zhou, J. (2005). 'Audit quality and earnings management for Taiwan IPO firms', *Managerial Auditing Journal*, Vol. 20, No.1: pp. 86-104.
- Cheng, Q., Lee, J., and Shevlin, T. (2016). 'Internal governance and real earnings management', *The Accounting Review*, 91(4): pp. 1051-1085.
- Cheng, Q. and Warfield, T.D. (2005). 'Equity incentives and earnings management', *The Accounting Review*, 80 (2): pp. 441-476.
- Cheon, Y. S., Christensen, T. E., and Bamber, L. S. (2001). 'Factors associated with differences in the magnitude of abnormal returns around NYSE versus Nasdaq firms' earnings announcements', *Journal of Business Finance and Accounting*, 28 (9 10): pp. 1073-1108.
- Chou, Y. and Chan, M. (2018). 'The impact of CEO characteristics on real earnings management: Evidence from the US banking industry', *Journal of Applied Finance and Banking*, 8(2): pp. 17-44.
- Chung, R., Firth, M. and Kim, J. (2002). 'Institutional monitoring and opportunistic earnings management', *Journal of Corporate Finance*, 8 (1): pp. 29-48.
- Chung, R., Firth, M. and Kim, J. (2005). 'Earnings management, surplus free cash flow, and external monitoring', *Journal of Business Research*, 58 (6): pp. 766-776.
- Cohen, D. and Zarowin, P. (2008). 'Economic consequences of real and accrual-based earnings management activities', *The Accounting Review*, 83: pp. 758-787.
- Conyon, M. and Murphy, K. (2000). 'The prince and the pauper? CEO pay in the United States and the United Kingdom', *Economic Journal*, 110 (467): pp. 640-671.
- Conyon, M., Peck, S. and Sadler, G. (2001). 'Corporate tournaments and executive compensation: Evidence from the UK', *Strategic Management Journal*, 22(8): pp. 805- 815.
- Copley, P. (1991). 'The association between municipal disclosure practices and audit quality', *Journal of Accounting and Public Policy*, 10(4): pp. 245-266.

- Cornett, M., Marcus, A. and Tehranian, H. (2008). 'Corporate governance and pay-for-performance: The impact of earnings management', *Journal of Financial Economics*, 87 (2): pp. 357–373.
- Craswell, A., Francis, J. and Taylor, S. (1995). 'Auditor brand name reputations and industry specializations', *Journal of Accounting and Economics*, 20 (3): pp. 297–322.
- Cremers, K. and Nair, V. (2005). 'Governance mechanisms and equity prices', *The Journal of Finance*, 60 (6): pp. 2859–2894.
- Davidson, R. and Neu, D. (1993). 'A note on the association between audit firm size and audit quality', *Contemporary Accounting Research*, 9 (2): pp. 479–88.
- Davis, J.H., Schoorman, F.D. and Donaldson, L. (1997). 'Toward a stewardship theory of management', *Academy of Management Review*, 22 (1): pp. 20–47.
- De Miguel, A., Pindado, J. and De la Torre, C. (2004). 'Ownership structure and firm value: New evidence from Spain', *Strategic Management Journal*, 25: pp. 1199–1207.
- Dechow, P. and Dichev, I. (2002). 'The quality of accruals and earnings: the role of accrual estimation errors', *The Accounting Review*, 77 (1): pp. 35–59.
- DeFond, M. L., Raghunandan, K., and Subramanyam, K. (2002). 'Do non-audit service fees impair auditor independence? Evidence from going concern audit opinions', *Journal of Accounting Research*, 40(4): pp. 1247–1274.
- Dittmar, A. and Mahrt-Smith, J. (2007). 'Corporate governance and the value of cash holdings', *Journal of Financial Economics*, 83 (3): pp. 599–634.
- Donaldson, L. and Davis, J.H. (1994). 'Boards and company performance - Research challenges the conventional wisdom', *Corporate Governance: An International Review*, 2 (3): pp. 151–160.
- Erickson, M., Hanlon, M. and Maydew, E. (2006). 'Is there a link between executive equity incentives and accounting fraud?', *Journal of Accounting Research*, 44 (1): pp. 113–143.
- Fan, J. and Wong T. (2002). 'Corporate ownership structure and the informativeness of accounting earnings in East Asia', *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 33 (3): pp. 401–425.

- Farahani, Z., Mehri, M. and Pooya, M. (2016). 'The effect of free cash flows on the evidence of earnings management in enterprises listed on the Tehran Stock Exchange', *International Research Journal of Applied and Basic Sciences*, 10(5): pp. 602-609.
- Farinha, J., Mateus, C. and Soares, N. (2018). 'Cash holdings and earnings quality: evidence from the Main and Alternative UK markets', *International Review of Financial Analysis*, 56: pp. 238-252.
- Foley, C., Hartzell, J., Titman, S. and Twite, G. (2007). 'Why do firms hold so much cash? A tax-based explanation', *Journal of Financial Economics*, 86(3): pp. 579-607.
- Frankel, R., Johnson, M., and Nelson, K. (2002). 'The relation between auditors' fees for non-audit services and earnings management', *The accounting review*, 77(supplement): pp. 71-105.
- Gabrielsen, G., Gramlich, J. and Plenborg, T. (2002). 'Managerial ownership, information content of earnings, and discretionary accruals in a non-US setting', *Journal of Business, Finance and Accounting*, 29 (7-8): pp. 967-988.
- Gerakos, J., Lang, M. and Maffett, M. (2013). 'Post-listing performance and private sector regulation: The experience of London's alternative investment market', *Journal of Accounting and Economics*, 56(2-3): pp. 189-215.
- González, J.S. and García-Meca, E. (2014). 'Does corporate governance influence earnings management in Latin American markets?', *Journal of Business Ethics*, 121(3): pp. 419-440.
- Graham, J., Harvey, C. and Rajgopal, S. (2005). 'The economic implications of corporate financial reporting', *Journal of Accounting and Economics*, 40 (1-3): pp. 3-73.
- Gujarati, D. (2011). *Econometrics by example*, Basingstoke: Palgrave Macmillan.
- Gul, F. (2006). 'Auditors' response to political connections and cronyism in Malaysia', *Journal of Accounting Research*, 44(5): pp. 931-963.
- Gul, F., Fung, S. and Jaggi, B. (2009). 'Earnings quality: some evidence on the role of auditor tenure and auditors' industry expertise', *Journal of Accounting and Economics*, 47 (3): pp. 265-287.

- Gul, F., Jaggi, B., and Krishnan, G. (2007). 'Auditor independence: Evidence on the joint effects of auditor tenure and non-audit fees', *Auditing: A Journal of Practice & Theory*, 26(2): pp. 117-142.
- Gul, F., Lynn, S. and Tsui, J. (2002). 'Audit quality, management ownership, and the informativeness of accounting earnings', *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, 17 (1): pp. 25– 49.
- Hassanein, A., Zalata, A., and Hussainey, K. (2018). 'Do forward-looking narratives affect investors' valuation of UK FTSE all-shares firms?', *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 1-27.
- Hassen, R. (2014). 'Executive compensation and earning management', *International Journal of Accounting and Financial Reporting*, 4 (1): pp. 84-105.
- Hay, D., Knechel, W. and Ling, H. (2008). 'Evidence on the impact of internal control and corporate governance on audit fees', *International Journal of Auditing*, 12(1): pp. 9- 24.
- Healy, P. and Wahlen, J. (1999). 'A review of the earnings management literature and its implications for standard setting', *Accounting Horizons*, 13 (4): pp. 365–383.
- Henry, D. (2008). 'Corporate governance structure and the valuation of Australian firms: is there value in ticking the boxes?', *Journal of Business Finance & Accounting*, 35(7- 8): pp. 912-942.
- Higgs, D. (2003). *Review of the role and effectiveness of non-executive directors*. London, UK: The Stationery Office.
- Hoitash, R., Markelevich, A., and Barragato, C. (2007). 'Auditor fees and audit quality', *Managerial Auditing Journal*, 22(8): pp. 761-786.
- Hussainey, K., Schleicher, T. and Walker, M. (2003). 'Undertaking large-scale disclosure studies when AIMR-FAF ratings are not available: the case of prices leading earnings', *Accounting and Business Research*, 33(4): pp. 275-294.
- Hussainey, K. and Walker, M. (2009). 'The effects of voluntary disclosure and dividend propensity on prices leading earnings', *Accounting and Business Research*, 39(1): pp. 37- 55.
- Jackson, A. (2017). 'Discretionary accruals: earnings management... or not?', *Abacus*, 54 (2): pp. 136–153.

- Jensen, M. C. (1993). 'The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems', *Journal of Finance*, 48(3): pp. 831-880.
- Jensen, M. and Meckling, W. (1976). 'Theory of the firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure', *Journal of Financial Economics*, 3(4): pp. 303-360.
- Jermakowicz, E. and Gornik-Tomaszewski, S. (2006). 'Implementing IFRS from the perspective of EU publicly traded companies', *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 15(2): pp. 170-196.
- Jones, J. (1991). 'Earnings management during import relief investigations', *Journal of Accounting Research*: pp. 193-228.
- Jones, K., Krishnan, G. and Melendrez, K. (2008). 'Do models of discretionary accruals detect actual cases of fraudulent and restated earnings? An empirical analysis', *Contemporary Accounting Research*, 25(2): pp. 499-531.
- Kang, P. and Kim, T. (2014). *The impact of excess cash holdings on the relationship between information asymmetry and earnings management*, Sogang University.
- Khuong, N., Liem, N. and Minh, M. (2020). 'Earnings management and cash holdings: Evidence from energy firms in Vietnam', *Journal of international studies*, 13(1).
- Klassen, K. J. (1997). 'The impact of inside ownership concentration on the trade-off between financial and tax reporting', *The Accounting Review*, 72: pp.455-474.
- Klein, A. (2002). 'Audit committee, board of director characteristics, and earnings management', *Journal of Accounting and Economics*, 33(3): pp. 375-400.
- Kothari, S., Leone, A., and Wasley, C. (2005). 'Performance matched discretionary accrual measures', *Journal of Accounting and Economics*, 39 (1): pp. 163-197.
- Kouaib, A. and Jarboui, A. (2014). 'External audit quality and ownership structure: interaction and impact on earnings management of industrial and commercial Tunisian sectors', *Journal of Economics, Finance and Administrative Science*, 19 (37): pp. 78-89.
- Krishnan, G. (2003). 'Does big 6 auditor industry expertise constrain earnings management?' *Accounting Horizons*, 17: pp. 1-16.

- Laux, C. and Laux, V. (2009). 'Board committees, CEO compensation, and earnings management', *The Accounting Review*, 84 (3): pp. 869-891.
- Le, H., Kweh, Q., Ting, I. and Nourani, M. (2022). 'CEO power and earnings management: Dual roles of foreign shareholders in Vietnamese listed companies', *International Journal of Finance and Economics*, 27(1): pp. 1240-1256.
- Liu, X., Saidi, R., and Bazaz, M. (2014). 'Institutional incentives and earnings quality: The influence of government ownership in China', *Journal of Contemporary Accounting and Economics*, 10(3): pp. 248-261.
- Ma, Y. (2012). *What determines cash holding of a firm? Evidence from Euro-Zone listed firms*, Finance Master Thesis, Universiteit Van Tilburg: Netherlands.
- 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.
- Mather, P. and Ramsay, A. (2006). 'The effects of board characteristics on earnings management around Australian CEO changes', *Accounting Research Journal*, 19 (2): pp. 78-93.
- Mehran, H. (1995). 'Executive compensation structure, ownership, and firm performance', *Journal of Financial Economics*, 38 (2): pp. 163–184.
- Michel, A., Oded, J., and Shaked, I. (2014). 'Ownership structure and performance: Evidence from the public float in IPOs', *Journal of Banking & Finance*, 40: pp. 54–61.
- Mitra, S., Hossain, M. and Deis, D. (2007). 'The empirical relationship between ownership characteristics and audit fees', *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 28(3): pp. 257-285.
- Mun, S. and Jang, S. (2015). 'Working capital, cash holding, and profitability of restaurant firms', *International Journal of Hospitality Management*, 48: pp. 1-11.
- Nekhili, M., Amar, I., Chtioui, T., and Lakhali, F. (2016). 'Free cash flow and earnings management: The moderating role of governance and ownership', *Journal of Applied Business Research*, 32 (1): pp. 255-268.

- Ogundipe, L., Ogundipe, S. and Ajao, S. (2012). 'Cash holding and firm characteristics: Evidence from Nigerian emerging market', *Journal of Business Economics and Finance*, 1(2): pp. 45-58.
- Okoh, V. (2015). *Audit quality and earnings management of listed chemical and paints firms in Nigeria, Doctoral dissertation*, Ahmadu Bello University: Zaria, Nigeria.
- Okolie, A., Izedonmi, F., and Enofe, A. (2013). 'Audit quality and accrual-based earnings management of quoted companies in Nigeria', *IOSR Journal of Economics and Finance*, 2(2): pp. 7-16.
- Opler, T., Pinkowitz, L., Stulz, R., and Williamson, R. (1999). 'The determinants and implications of corporate cash holdings', *Journal of financial economics*, 52(1): pp. 3-46.
- Orazalin, N. and Akhmetzhanov, R. (2019). 'Earnings management, audit quality, and cost of debt: Evidence from a Central Asian Economy', *Managerial Auditing Journal*.
- Ozkan, A. and Ozkan, N. (2004). 'Corporate cash holdings: An empirical investigation of UK companies', *Journal of Banking & Finance*, 28(9): pp. 2103-2134.
- Ozkan, N. (2011). 'CEO compensation and firm performance: An empirical investigation of UK panel data', *European Financial Management*, 17(2): 260-285.
- Palmrose Z. (1988). 'An analysis of auditor litigation and audit service quality', *The Accounting Review*, Vol. 63, No. 1: pp. 55-73.
- Park, Y. and Shin, H. (2004). 'Board composition and earnings management in Canada', *Journal of Corporate Finance*, 10 (3): pp. 431-457.
- Peasnell, K.V., Pope, P.F. and Young, S. (2005). 'Board monitoring and earnings management: do outside directors influence abnormal accruals?', *Journal of Business Finance & Accounting*, 32 (7-8): pp. 1311-1346.
- Pinkowitz, L., Stulz, R. and Williamson, R. (2006). 'Does the contribution of corporate cash holdings and dividends to firm value depend on governance? A cross-country analysis', *Journal of Finance*, 61 (6): pp. 2725- 2751.

- Rajgopal, S., Srinivasan, S. and Zheng, X. (2015). *Measuring Audit Quality*, Working paper, Georgia: Scheller College of Business. Available at:
<<https://www.scheller.gatech.edu/academics/conferences/Rajagopal-Srinivasan-Zheng.pdf>> Last accessed: 20 Jan, 2018.
- Rodriguez-Perez, G., and van Hemmen, S. (2010). 'Debt, diversification and earnings management', *Journal of Accounting and Public Policy*, 29 (2): pp. 138–159.
- Roychowdhury, S. (2006). 'Earnings management through real activities manipulation', *Journal of Accounting and Economics*, 42 (3): pp. 335–370.
- Rusmin, R., Astami, E. and Hartadi, B. (2014). 'The impact of surplus free cash flow and audit quality on earnings management: The case of growth triangle countries', *Asian Review of Accounting*, 22(3): pp. 217-232.
- Sánchez-Ballesta, J. and García-Meca, E. (2007). 'Ownership structure, discretionary accruals and the informativeness of earnings', *Corporate Governance: An International Review*, 15(4): pp. 677-691.
- Schleicher, T., Hussainey, K., and Walker, M. (2007). 'Loss firms' annual report narratives and share price anticipation of earnings', *The British Accounting Review*, 39(2): pp. 153-171.
- Sharma, V. and Kuang, C. (2014). 'Voluntary audit committee characteristics, incentives, and aggressive earnings management: evidence from New Zealand', *International Journal of Auditing*, 18 (1): pp. 76-89.
- Shin, M., Kim, S., Shin, J. and Lee, J. (2018). 'Earnings quality effect on corporate excess cash holdings and their marginal value', *Emerging Markets Finance and Trade*, 54(4): pp. 901-920.
- Shuto, A. (2007). 'Executive compensation and earnings management: Empirical evidence from Japan', *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 16 (1): pp. 1-26.
- Streeck, W. and Yamamura, K. (2001). *The origins of Neoliberal capitalism*. Ithaca, NY: Cornell University Press.
- Subramanyam, K. (1996). 'The pricing of discretionary accruals', *Journal of accounting and economics*, 22 (1-3): pp. 249-281.

- Sun, N., Salama, A., Hussainey, K., and Habbash, M. (2010). 'Corporate environmental disclosure, corporate governance and earnings management', *Managerial Auditing Journal*, 25 (7): pp. 679-700.
- Tepalagul, N. and Lin, L. (2015). 'Auditor independence and audit quality: A literature review', *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 30(1): pp. 101-121.
- Teshima, N. and Shuto, A. (2008). 'Managerial ownership and earnings management: Theory and empirical evidence from Japan', *Journal of International Financial Management and Accounting*, 19(2): pp. 107-132.
- Ullah, H., and Fida, A. and Khan, S. (2012). 'The Impact of ownership structure on dividend policy evidence from emerging markets KSE-100 Index Pakistan', *International Journal of Business and Social Science*, 3 (9): pp. 298- 307.
- Wang, D. (2006). 'Founding family ownership and earnings quality', *Journal of accounting research*, 44(3): pp. 619- 656.
- Watts, R. and Zimmerman, J. (1986). *Positive accounting theory*. Prentice-Hall, NJ.
- Wright, C., Shaw, J. and Guan, L. (2006). 'Corporate governance and investor protection: earnings management in the UK and US', *Journal of International Accounting Research*, 5(1): pp. 25-40.
- Xiong, F., Zheng, Y., An, Z. and Xu, S. (2021). 'Does internal information quality impact corporate cash holdings? Evidence from China', *Accounting and Finance*, 61: pp. 2151- 2171.
- Yeo, G., Tan, P., Ho, K. and Chen, S. (2002). 'Corporate ownership structure and the informativeness of earnings', *Journal of Business, Finance and Accounting*, 29 (7-8): pp.1023–1046.
- Zhong, K., Gribbin, D. and Zheng, X. (2007). 'The effect of monitoring by outside blockholders on earnings management', *Quarterly Journal of Business and Economics*, 46 (1): pp. 37- 60.
- Zhou, J. and Elder, R. (2004). 'Audit quality and earnings management by seasoned equity offering firms', *Asia-Pacific Journal of Accounting and Economics*, 11 (2): pp. 95-120.

Table 1: Research Variables

| Variables | Labels | Measurements/ Description | Expected Sign | Data Source |
|---|---------------------|--|---------------|------------------------------------|
| Dependent Variable: Earnings Management (EM) - Absolute value of discretionary accruals measured using the modified Jones (1991) model | | | | |
| Net Income | NI _{it} | is the net income of firm <i>i</i> in year <i>t</i> . | | Bloomberg |
| Cash Flow from Operations | CFO _{it} | is the net cash flows from operations of firm <i>i</i> in year <i>t</i> . | | Bloomberg |
| Lagged Total Assets | TA _{it-1} | is the total assets for firm <i>i</i> in year <i>t</i> - 1. | | Bloomberg |
| Change in Revenues | Δ REV _{it} | is the change in revenues of firm <i>i</i> between years <i>t</i> and <i>t</i> -1. | | Bloomberg |
| Change in Receivables | Δ REC _{it} | is the change in receivables of firm <i>i</i> between years <i>t</i> and <i>t</i> -1. | | Bloomberg |
| Property Plant and Equipment | PPE _{it} | is the level of gross property, plant, and equipment of firm <i>i</i> in year <i>t</i> . | | Bloomberg |
| Moderating Variable | | | | |
| CEO Compensation | COMP | Log of <i>T</i> . Compensation | Unknown | Bloomberg |
| Independent Variables | | | | |
| Audit Quality | AUDQ | Log of Audit Fees | Unknown | Datastream ECSLDP064 |
| Managerial Ownership | MANOWN | Not Available | N/A | |
| Institutional Ownership | INSTOWN | <i>T</i> . percentage of shares of at least 5% , held by investment banks, institutions, pension funds and endowment funds | Unknown | Datastream (NOSHIC+ NOSHPPF) |
| Concentrated Ownership | CONOWN | <i>T</i> . percentage of strategic shareholdings of at least 5% - INSTOWN | Unknown | Datastream (NOSHST- INSTOWN) |
| Cash Holdings | CASH | Cash and Cash Equivalents <i>T</i> . Assets | (+) | Bloomberg |
| Control Variables | | | | |
| Firm Leverage | LEV | <i>T</i> . Debs <i>T</i> . Assets | Unknown | Bloomberg |
| Firm Size | SIZE | Log. of Total Assets | Unknown | Bloomberg |
| Firm Profitability | ROA | NI <i>T</i> . Assets | Unknown | Bloomberg |
| Firm Growth | MTB | Market-to-Book Ratio | Unknown | Bloomberg |
| Firm Size | CFO | CFO <i>T</i> . Assets | Unknown | Bloomberg |
| Firm Size | LOSS | Dummy Variable taking a value of 1 if the firm's net income is negative and 0 otherwise. | (+) | Bloomberg |

Table 2: Descriptive Statistics of UK Firms

| VARIABLE | MEAN | STD. DEV. | MIN | MAX |
|----------------|-------|-----------|--------|--------|
| DAC | .031 | .042 | 0 | .420 |
| COMP | 3.3 M | 3.4 M | 3,342 | 32.1 M |
| AUDQ | 4.2 M | 9.2 M | 0 | 57 M |
| INSTOWN | .090 | .093 | 0 | .54 |
| CONOWN | .085 | .173 | 0 | .74 |
| CASH | .091 | .088 | .001 | .559 |
| LEV | 20.42 | 15.11 | 0 | 80.08 |
| SIZE | 9.53 | .707 | 8.16 | 11.55 |
| CFO | .114 | .077 | -.069 | .420 |
| LOSS | .095 | .293 | 0 | 1 |
| ROA | 7.45 | 9.11 | -56.98 | 67.11 |
| MTB | 3.93 | 4.60 | .070 | 56.20 |

Where: COMP represents CEO compensation; AUDQ is the audit quality; INSTOWN is the institutional ownership; CONOWN is the concentrated ownership; CASH is the firm's cash holdings; LEV is the firm's leverage; SIZE is the firm's size; ROA represents the firm's profitability; MTB represents the firm's growth; CFO represents the firm's cash flow; LOSS represents the firm's loss.

Table 3: Descriptive Statistics of US Firms

| VARIABLE | MEAN | STD. DEV. | MIN | MAX |
|----------------|--------|-----------|-----------|----------|
| DAC | .035 | .042 | 0 | .609 |
| COMP | 13.9 M | 14.5 M | 33,831 | 378 M |
| AUDQ | 12.9 M | 132 M | 328,000 | 3.51 B |
| INSTOWN | .101 | .092 | 0 | .78 |
| CONOWN | .028 | .085 | 0 | .81 |
| CASH | .093 | .088 | 0 | .708 |
| LEV | 25.18 | 15.95 | 0 | 110.60 |
| SIZE | 10.13 | .523 | 8.78 | 11.90 |
| CFO | .122 | .066 | -.420 | .479 |
| LOSS | .066 | .248 | 0 | 1 |
| ROA | 7.40 | 7.68 | -58.14 | 58.49 |
| MTB | 4.21 | 43.94 | -1,106.89 | 1,372.89 |

Where: COMP represents CEO compensation; AUDQ is the audit quality; INSTOWN is the institutional ownership; CONOWN is the concentrated ownership; CASH is the firm's cash holdings; LEV is the firm's leverage; SIZE is the firm's size; ROA represents the firm's profitability; MTB represents the firm's growth; CFO represents the firm's cash flow; LOSS represents the firm's loss.

Table 4: Correlation Matrix of UK Firms

| | (1) | (2) | (3) | (4) | (5) | (6) | (7) | (8) | (9) | (10) | (11) | (12) |
|--------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|-------|------|
| (1) DAC | 1 | | | | | | | | | | | |
| (2) COMP | 0.04 | 1 | | | | | | | | | | |
| (3) AUDQ | -0.07 | 0.52* | 1 | | | | | | | | | |
| (4) INSTOWN | 0.02 | -0.26* | -0.24* | 1 | | | | | | | | |
| (5) CONOWN | 0.06 | -0.15* | -0.10* | -0.19* | 1 | | | | | | | |
| (6) CASH | 0.16* | -0.02 | -0.10* | 0.02 | 0.07 | 1 | | | | | | |
| (7) LEV | 0.04 | 0.02 | 0.21* | -0.05 | -0.09* | -0.26* | 1 | | | | | |
| (8) SIZE | -0.05 | 0.56* | 0.84* | -0.34* | -0.02 | -0.26* | 0.26* | 1 | | | | |
| (9) CFO | 0.02 | 0.04 | -0.19* | 0.02 | 0.08 | 0.36* | -0.23* | -0.28* | 1 | | | |
| (10) LOSS | 0.26* | -0.11* | -0.01 | 0.01 | 0.07 | 0.03 | 0.05 | 0.001 | -0.20* | 1 | | |
| (11) ROA | -0.14* | 0.08 | -0.13* | -0.03 | -0.05 | 0.17* | -0.22* | -0.19* | 0.59* | -0.53* | 1 | |
| (12) MTB | -0.02 | 0.08 | -0.01 | -0.03 | -0.07 | 0.19* | 0.19* | -0.18* | 0.40* | -0.15* | 0.37* | 1 |

* and ** denote statistical significance at the level of 5% and 10%, respectively.

Table 5: Correlation Matrix of US Firms

| | (1) | (2) | (3) | (4) | (5) | (6) | (7) | (8) | (9) | (10) | (11) | (12) |
|--------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|------|------|
| (1) DAC | 1 | | | | | | | | | | | |
| (2) COMP | -0.09* | 1 | | | | | | | | | | |
| (3) AUDQ | -0.11* | 0.49* | 1 | | | | | | | | | |
| (4) INSTOWN | 0.09* | -0.17* | -0.23* | 1 | | | | | | | | |
| (5) CONOWN | 0.02 | -0.02 | -0.06* | -0.15* | 1 | | | | | | | |
| (6) CASH | 0.19* | -0.07* | -0.11* | 0.10* | 0.06* | 1 | | | | | | |
| (7) LEV | -0.07* | 0.09* | 0.08* | 0.02 | 0.03 | -0.30* | 1 | | | | | |
| (8) SIZE | -0.14* | 0.50* | 0.74* | -0.33* | -0.02 | -0.32* | 0.14* | 1 | | | | |
| (9) CFO | 0.03 | -0.09* | -0.19* | -0.03 | -0.001 | 0.25* | -0.25* | -0.22* | 1 | | | |
| (10) LOSS | 0.32* | -0.01 | -0.01 | 0.12* | 0.002 | 0.01 | 0.08* | -0.01 | -0.23* | 1 | | |
| (11) ROA | -0.15* | -0.04* | -0.09* | -0.08* | 0.02 | 0.22* | -0.23* | -0.17* | 0.64* | -0.58* | 1 | |
| (12) MTB | 0.03 | 0.004 | 0.02 | -0.001 | -0.001 | 0.02 | -0.02 | 0.01 | 0.03 | -0.01 | 0.03 | 1 |

* and ** denote statistical significance at the level of 5% and 10%, respectively.

Table 6: Comparison between UK and US Firms Robust Regression Results

| Dependent Variable: DAC measured using the Modified Jones Model | | |
|--|---------------------------|---------------------------|
| Variables | UK Firms Coef. | US Firms Coef. |
| COMP | 0.022* | -0.001 |
| AUDQ | -0.028 | 0.010** |
| INSTOWN | -0.021 | -0.001 |
| CONOWN | 0.167* | -0.044** |
| CASH | 0.042 | -0.016 |
| LEV | 0.001 | -0.00002 |
| SIZE | -0.041 | -0.024* |
| CFO | 0.018 | 0.019 |
| LOSS | 0.020* | 0.041* |
| ROA | -0.001 | -0.0006 |
| MTB | -0.001 | 0.00003* |
| No of Obs. | 490 | 2,733 |

* and ** denote statistical significance at the level of 5% and 10%, respectively.

Where: COMP represents CEO compensation; AUDQ is the audit quality; INSTOWN is the institutional ownership; CONOWN is the concentrated ownership; CASH is the firm's cash holdings; LEV is the firm's leverage; SIZE is the firm's size; ROA represents the firm's profitability; MTB represents the firm's growth; CFO represents the firm's cash flow; LOSS represents the firm's loss.

Table 7: Comparison between UK and US Firms Robust Moderated Regression Results

| <i>Dependent Variable: DAC measured using the Modified Jones Model</i> | | |
|--|-----------------------|-----------------------|
| <i>Variables</i> | <i>UK Firms Coef.</i> | <i>US Firms Coef.</i> |
| <i>COMP</i> | 0.056 | 0.010 |
| <i>AUDQ</i> | -0.004 | 0.014 |
| <i>INSTOWN</i> | -0.060 | -0.120 |
| <i>CONOWN</i> | 0.160 | -0.291 |
| <i>CASH</i> | 0.935 | 0.712** |
| <i>COMP x AUDQ</i> | -0.004 | -0.001 |
| <i>COMP x INSTOWN</i> | 0.006 | 0.017 |
| <i>COMP x CONOWN</i> | 0.001 | 0.035 |
| <i>COMP x CASH</i> | -0.142 | -0.105* |
| <i>LEV</i> | 0.001 | -7.26e-06 |
| <i>SIZE</i> | -0.037 | -0.023* |
| <i>CFO</i> | 0.019 | 0.020 |
| <i>LOSS</i> | 0.020** | 0.042* |
| <i>ROA</i> | -0.001 | -0.001 |
| <i>MTB</i> | -0.001 | 0.00003* |
| <i>No of Obs.</i> | 490 | 2,733 |

* and ** denote statistical significance at the level of 5% and 10%, respectively.

Where: COMP represents CEO compensation; AUDQ is the audit quality; INSTOWN is the institutional ownership; CONOWN is the concentrated ownership; CASH is the firm's cash holdings; LEV is the firm's leverage; SIZE is the firm's size; ROA represents the firm's profitability; MTB represents the firm's growth; CFO represents the firm's cash flow; LOSS represents the firm's loss.

Table 8: Test of Difference in Mean Levels of DAC of the UK and the US

| <i>Observations</i> | | <i>Mean</i> |
|---------------------------|-------------|-------------|
| <i>UK Firms</i> | 490 | 0.03097 |
| <i>US Firms</i> | 2,733 | 0.03456 |
| <i>Test of Difference</i> | (Pr = 0.07) | -0.0035 |

Table 9: Regression Results of Combined Sample of UK and US Firms

| Model: $EM = \beta_0 + \beta_1 COMP + \beta_2 AUDQ + \beta_3 INSTOWN + \beta_4 CONOWN + \beta_5 CASH + \beta_6 (COMP \times AUDQ) + \beta_7 (COMP \times INSTOWN) + \beta_8 (COMP \times CONOWN) + \beta_9 (COMP \times CASH) + \beta_{10} C + \beta_{11} (C \times COMP) + \beta_{12} (C \times AUDQ) + \beta_{13} (C \times INSTOWN) + \beta_{14} (C \times CONOWN) + \beta_{15} (C \times CASH) + \beta_{16} (C \times COMP \times AUDQ) + \beta_{17} (C \times COMP \times INSTOWN) + \beta_{18} (C \times COMP \times CONOWN) + \beta_{19} (C \times COMP \times CASH) + \beta_{20} LEV + \beta_{21} SIZE + \beta_{22} ROA + \beta_{23} MTB + \beta_{24} CFO + \beta_{25} LOSS + \varepsilon$ | | | | | |
|--|--------------|----------------------------------|----------|-------|--------|
| Variables | Parameter | Coeff. | Std. Err | t | P> t |
| INTERCEPT | β_0 | 0.378 | 0.471 | 0.80 | 0.422 |
| COMP | β_1 | 0.028 | 0.069 | 0.41 | 0.684 |
| AUDQ | β_2 | -0.029 | 0.072 | -0.41 | 0.683 |
| INSTOWN | β_3 | -0.141 | 0.458 | -0.31 | 0.758 |
| CONOWN | β_4 | 0.156 | 0.318 | 0.49 | 0.624 |
| CASH | β_5 | 1.040 | 0.745 | 1.40 | 0.163 |
| COMP x AUDQ | β_6 | 0.00003 | 0.010 | 0.00 | 0.997 |
| COMP x INSTOWN | β_7 | 0.020 | 0.074 | 0.27 | 0.785 |
| COMP x CONOWN | β_8 | 0.002 | 0.047 | 0.05 | 0.959 |
| COMP x CASH | β_9 | -0.159 | 0.118 | -1.34 | 0.181 |
| C | β_{10} | -0.246 | 0.642 | -0.38 | 0.702 |
| C x COMP | β_{11} | -0.017 | 0.090 | -0.19 | 0.849 |
| C x AUDQ | β_{12} | 0.044 | 0.095 | 0.46 | 0.646 |
| C x INSTOWN | β_{13} | 0.022 | 0.563 | 0.04 | 0.969 |
| C x CONOWN | β_{14} | -0.447 | 0.375 | -1.19 | 0.233 |
| C x CASH | β_{15} | -0.347 | 0.820 | -0.42 | 0.672 |
| C x COMP x AUDQ | β_{16} | -0.001 | 0.013 | -0.05 | 0.959 |
| C x COMP x IN- STOWN | β_{17} | -0.003 | 0.087 | -0.04 | 0.970 |
| C x COMP x CONOWN | β_{18} | 0.033 | 0.055 | 0.61 | 0.544 |
| C x COMP x CASH | β_{19} | 0.057 | 0.128 | 0.44 | 0.658 |
| LEV | β_{20} | 0.00002 | 0.0001 | 0.15 | 0.879 |
| SIZE | β_{21} | -0.024 | 0.010 | -2.52 | 0.012* |
| CFO | β_{22} | 0.022 | 0.056 | 0.39 | 0.693 |
| LOSS | β_{23} | 0.037 | 0.008 | 4.95 | 0.000* |
| ROA | β_{24} | -0.0008 | 0.001 | -1.03 | 0.302 |
| MTB | β_{25} | 0.00003 | 0.00001 | 2.65 | 0.008* |
| Prob>F= 0.0000 | | R-squared= 0.3835 | | | |
| F-value= 3.48 | | Adjusted R ² = 0.2732 | | | |
| Test of $\beta_0 + \beta_1 + \dots + \beta_8 + \beta_9 = 0$ (F-value = 2.62, Prob > F = 0.0052*) | | | | | |
| Test of $\beta_0 + \beta_1 + \dots + \beta_9 + \beta_{18} + \beta_{19} = 0$ (F-value = 7.30, Prob > F = 0.000*) | | | | | |
| Test of H10: $\beta_{10} + \beta_{11} + \dots + \beta_{18} + \beta_{19} = 0$ (F-value= 11.19, Prob > F = 0.0000*) | | | | | |

Variable Definitions:

"C" indicates the Country Type= "1" for US and "0" for UK

Controlling for the firm's leverage, size, CFO, loss, ROA, and MTB, the coefficients can be interpreted as follows:

$\beta_0 + \beta_1 + \dots + \beta_8 + \beta_9$ represent the impact of EM constraints in UK firms. $\beta_0 + \beta_1 + \beta_2 + \dots + \beta_{18} + \beta_{19}$ represent the impact of EM constraints in US firms. $\beta_{10} + \beta_{11} + \dots + \beta_{18} + \beta_{19}$ represent the marginal impact of the EM constraints on EM between UK and US firms to test for [H10] → EM constraints are more effective in the US, compared to the UK, in reducing EM practices.

* and ** denote statistical significance at the level of 5% and 10%, respectively.

Table 10: Marginal Impact of Each Variable Independently

| Variables | Parameter | Coeff. | F-value | P> t |
|-----------------------|-------------------------|---------------|----------------|----------------|
| <i>COMP</i> | $\beta_{10}+\beta_{11}$ | -0.263 | 1.95 | 0.143 |
| <i>AUDQ</i> | $\beta_{10}+\beta_{12}$ | -0.202 | 0.23 | 0.793 |
| <i>INSTOWN</i> | $\beta_{10}+\beta_{13}$ | -0.224 | 0.07 | 0.929 |
| <i>CONOWN</i> | $\beta_{10}+\beta_{14}$ | -0.693 | 0.88 | 0.415 |
| <i>CASH</i> | $\beta_{10}+\beta_{15}$ | -0.593 | 0.20 | 0.820 |
| <i>COMP x AUDQ</i> | $\beta_{10}+\beta_{16}$ | -0.247 | 0.57 | 0.567 |
| <i>COMP x INSTOWN</i> | $\beta_{10}+\beta_{17}$ | -0.249 | 0.07 | 0.929 |
| <i>COMP x CONOWN</i> | $\beta_{10}+\beta_{18}$ | -0.213 | 0.30 | 0.738 |
| <i>COMP x CASH</i> | $\beta_{10}+\beta_{19}$ | -0.189 | 0.21 | 0.813 |

Where: *COMP* represents CEO compensation; *AUDQ* is the audit quality; *INSTOWN* is the institutional ownership; *CONOWN* is the concentrated ownership; *LEV* is the firm's leverage; *SIZE* is the firm's size; *ROA* represents the firm's profitability; *MTB* represents the firm's growth; *CFO* represents the firm's cash flow; *LOSS* represents the firm's loss.

Table 11: Additional Analysis for Moderation Robust Moderated Regression Results

| Dependent Variable: Performance-Matched DAC, using lagged ROA | | |
|--|---|---|
| Variables | <i>UK Firms</i> <i>Coef.</i> | <i>UK Firms</i> <i>Coef.</i> |
| COMP | 0.002 | 0.037 |
| AUDQ | -0.049 | 0.045 |
| INSTOWN | -0.260 | -0.256 |
| CONOWN | 0.205 | -0.290 |
| CASH | 0.743 | 0.673** |
| COMP x AUDQ | 0.004 | -0.005 |
| COMP x INSTOWN | 0.038 | 0.037 |
| COMP x CONOWN | -0.015 | 0.035 |
| COMP x CASH | -0.116 | -0.098** |
| LEV | 0.0004 | 0.00002 |
| SIZE | -0.031 | -0.014 |
| CFO | 0.041 | 0.037 |
| LOSS | 0.014 | 0.042* |
| ROA | -0.001 | -0.001 |
| MTB | -0.001* | 0.00003* |
| No. of Obs. | 490 | 2,733 |

* and ** denote statistical significance at the level of 5% and 10%, respectively.

Where: COMP represents CEO compensation; AUDQ is the audit quality; INSTOWN is the institutional ownership; CONOWN is the concentrated ownership; CASH is the firm's cash holdings; LEV is the firm's leverage; SIZE is the firm's size; ROA represents the firm's profitability; MTB represents the firm's growth; CFO represents the firm's cash flow; LOSS represents the firm's loss.

MAINTENIR SA GOUVERNANCE EN TEMPS DE CRISE : LES ASSOCIATIONS FACE À LA PANDÉMIE

Guillaume Plaisance

Institut de Recherche en Gestion des Organisations, Université de Bordeaux, France

Email : guillaume.plaisance@u-bordeaux.fr

RÉSUMÉ :

Face à la crise de la Covid-19, la gouvernance est souvent considérée comme un rempart crucial pour protéger les associations des difficultés les plus graves. Pourtant, la distanciation sociale imposée par les mesures sanitaires ainsi que les conséquences organisationnelles de la pandémie ont aussi affecté les dispositifs et instances de gouvernance. Grâce à l'approche contingente des organisations et au filtre du concept de capacités organisationnelles, la présente étude exploite les résultats d'un questionnaire envoyé aux associations un an après le début de la crise par les principaux réseaux associatifs français. L'analyse a porté sur les déterminants du maintien du bon fonctionnement du conseil d'administration : seuls les facteurs conjoncturels et l'accès aux ressources humaines bénévoles permettent de comprendre la gouvernance associative en temps de crise. Les ressources financières et les relations avec les partenaires, quant à elles, ne fournissent pas une compréhension significative. Si les principes de l'approche contingente ont été retrouvés, la focale doit se porter sur les bénévoles. Le concept de gouvernance associative est en cela discuté.

MOTS CLÉS :

gouvernance, crise de la Covid-19, contingence, bénévoles, associations

REMERCIEMENTS :

L'auteur tient à remercier Jacques Malet, Cécile Bazin et Marie Duros de Recherches & Solidarités pour leur aimable mise à disposition de la base de données de l'enquête Covid-19-III et leur soutien dans le processus de recherche entrepris sur la base de cette enquête.

1. INTRODUCTION

La crise de la Covid-19 a été un séisme pour les individus comme pour les collectifs, dans la mesure où elle a entraîné l'avènement de mesures contraignantes telles que les confinements ou les fermetures administratives. Cependant, si toutes les organisations ont été touchées par la crise, certaines présentaient des faiblesses structurelles antérieures. C'est le cas des associations qui manquent parfois de temps, de moyens et de compétences pour faire vivre leur gouvernance au quotidien (Hopt, 2010). La gouvernance associative repose en effet essentiellement sur l'engagement de bénévoles et est ainsi parfois considérée comme fragile malgré les nombreux efforts des associations (Plaisance, 2023).

Or, précisément, en temps de crise, la gouvernance est une protection essentielle (Marx et Davis, 2012) : elle assure une bonne répartition des pouvoirs et des responsabilités afin que les processus de décision soient plus efficaces. L'association peut alors s'adapter plus rapidement, tant pour faciliter la reprise de l'activité que pour assurer sa viabilité (Green et Griesinger, 1996; Plaisance, 2022). La gouvernance des associations cherche en effet à trouver un équilibre entre les parties prenantes, les objectifs

organisationnels et l'environnement incertain et complexe (Laville et al., 2015; Wellens et Jegers, 2014).

Malheureusement, les crises perturbent aussi la gouvernance elle-même. Il s'est agi d'un défi majeur qui a handicapé la reprise de la vie associative. C'est pour cette raison que les associations ont tout fait pour maintenir leurs dispositifs de gouvernance (par exemple, les réunions du conseil d'administration en période de distanciation sociale), d'après Le Mouvement Associatif qui avait déployé en 2020 des outils dédiés sur son site internet.

McMullin et Raggio (2020) ont été les premiers à analyser la gouvernance des organisations à but non lucratif (OBNL) pendant la crise de la Covid-19. En se basant sur une approche contingente des organisations, ils ont démontré l'importance du leadership et du management dans la gestion de la crise. Dans leur programme de recherche, ils soulignent ainsi la nécessité d'étudier les contingences organisationnelles afin de se préparer aux crises ainsi que l'importance des personnes qui font vivre les OBNL.

Les déterminants des mécanismes de gouvernance en temps de crise sont en effet peu connus, sauf à travers les principes de l'approche contingente. Cornforth (2012) a également souligné la nécessité d'analyser les processus décisionnels de gouvernance des OBNL au travers de leurs « facteurs historiques et contextuels » (p. 1117). La présente recherche s'inscrit donc dans la continuité de ces deux appels en adoptant également une approche contingente.

L'objectif est en effet, d'une part, de revenir aux bases de l'approche contingente (qui identifie de nombreuses ressources-clefs pour expliquer le fonctionnement de la gouvernance des associations) tout en déterminant, d'autre part, si les ressources humaines sont primordiales dans le cas de la crise sanitaire,

comme le suggèrent McMullin et Raggo (2020). La question de recherche peut donc être formulée ainsi :

Question de recherche : Dans quelle mesure les facteurs contextuels proposés par l'approche contingente peuvent-ils expliquer le maintien des dispositifs de gouvernance associative en temps de crise ?

L'article débute par une revue de littérature dédiée d'abord à la gouvernance associative puis à l'approche contingente de la gouvernance non lucrative. L'exploitation des résultats d'un questionnaire proposé par Recherches & Solidarités et ses partenaires un an après le début de la crise sanitaire donne lieu à l'étude de plusieurs modèles de régression logistique. Les résultats confirment alors l'importance des ressources humaines et permettent de discuter tout à la fois la théorie et le concept de gouvernance associative.

2. ETAT DES LIEUX DÉDIÉ À LA GOUVERNANCE DES ASSOCIATIONS

Trois principales références sont reconnues pour définir la gouvernance des associations en France. La première est directement inspirée de la gouvernance des entreprises et adopte une vision disciplinaire : elle est « un ensemble [de] mécanismes organisationnels qui ont pour effet de délimiter les pouvoirs et d'influencer les décisions des dirigeants associatifs, autrement dit, qui gouvernent leur conduite et définissent leur espace discrétionnaire » (Zoukous, 2005, p. 6). Le concept a également été abordé par la sociologie des organisations par Hoarau et Laville (2008, p. 252) : il s'agit de l' « ensemble des mécanismes permettant un alignement du fonctionnement de l'organisation sur les objectifs et les valeurs du projet associatif ». L'approche partenariale considère enfin que la gouvernance associative est

« le mode de structuration des rapports entre les parties prenantes autour d'un projet collectif » (Chatelain-Ponroy et al., 2014, p. 220).

Cependant, pour définir la gouvernance associative, la littérature scientifique doit nécessairement être complétée par les propositions des praticiens eux-mêmes, notamment celles de l'ordre des experts-comptables (Jegard, 2005), des fédérations (Le Mouvement Associatif - La Fonda, 2015; RNMA, 2011) ou des think-tanks (Genève, 2007). Le Tableau 1 présente ces définitions.

Tableau 1 : Les définitions praticiennes de la gouvernance associative

| Auteurs | Définitions |
|--|---|
| <i>Jegard (2005, p. 8)</i> | Un ensemble de bons comportements permettant aux dirigeants d'organismes sans but lucratif de s'appuyer sur des organisations efficaces et lisibles pour exercer sereinement leur fonction. Chaque membre de l'association doit pouvoir savoir comment les dirigeants qu'il a élus gouvernent effectivement l'organisme. |
| <i>Genève (2007, p. 183), pour La Fonda</i> | Elle renvoie à l'organisation globale du pouvoir à la tête de l'association, là où il s'agit de maîtriser, en toute harmonie, le projet associatif, le projet politique et économique, la stratégie de l'entreprise (y compris pour ce qui concerne la recherche et l'innovation), la cohérence et l'efficacité de l'ensemble des outils de production et de gestion, que ce soit les finances, les ressources humaines, la communication interne et externe ou le marketing. |
| <i>Veritas (cité par Hoarau et Laville, 2008, p. 251)</i> | La gouvernance est étudiée principalement selon quatre axes : l'information publiée permettant de comprendre les activités, les grandes orientations et les principales données chiffrées sur l'organisme ; la transparence financière, notamment des états financiers certifiés ; le contrôle interne et le fonctionnement du conseil d'administration. |
| <i>De Backer, cité par le RNMA (2011, p. 3)</i> | La gouvernance est donc le rapprochement entre un mode d'organisation et une mise en projet de la structure. |
| <i>Le Mouvement Associatif - La Fonda (2015, p. 1)</i> | Mode de pilotage et de régulation, la gouvernance désigne les règles et les processus qui définissent de quelle manière les acteurs concernés participent à la concertation, la délibération et la prise de décision qui orientent les actions d'une structure. |
| <i>Worms, cité par Le Mouvement Associatif - La Fonda (2015, p. 1)</i> | Faire converger la diversité d'acteurs et de rationalités. |

Chaque définition apporte une dimension supplémentaire à la gouvernance des associations, constituant ainsi un concept aux multiples facettes. La compréhension de ce concept en France s'est en effet améliorée récemment grâce à des travaux descriptifs, notamment sur les acteurs impliqués (Legros, 2019; Zoukoua, 2005), les bonnes pratiques (Atlani-Duault, 2005; Turbide, 2005) et les mécanismes, souvent inspirés des typologies proposées pour les entreprises (Labie, 2005; Meier et Schier, 2008).

Toutes placent le conseil d'administration au cœur de la gouvernance. Les chercheurs se sont en effet interrogés sur les processus de décision, la répartition du pouvoir et la démocratie des associations (Bayle, 2010; Bordes et al., 2014; Eynaud et Laurent, 2017; Valeau et al., 2020; Van Der Yeught et Vaicbourdt, 2014) et, par extension, sur la régulation et le contrôle (Avare et Eynaud, 2008; Dussuet, 2012; Haeringer et Sponem, 2008; Laville, 2009). Une frange de la recherche francophone s'est cependant aussi intéressée à la gouvernance externe et aux relations avec les parties prenantes (Eynaud, 2019; Marival et al., 2015).

Ainsi, au-delà de la pertinence de l'approche contingente en temps de crise, tel que souligné en introduction, cette vision semble tout à fait adaptée au secteur associatif qui demeure un champ de recherche en développement et à la recherche de ses propres mécaniques et pratiques.

3. CADRE THÉORIQUE ET HYPOTHÈSES

Bradshaw (2009) a précisément été l'une des premières à recommander d'abandonner la « meilleure voie » [*one best way*] pour rejoindre une perspective dite du « tout est possible » [*anything goes*] dans l'étude de la gouvernance des OBNL. Cette approche reconnaît que chaque organisation a ses propres processus, moteurs, mécanismes ou résultats. Autrement dit, si

les associations sont unifiées en raison de leur nature non lucrative et de leur statut juridique, elles sont extrêmement hétérogènes et diverses. Leur environnement est également très variable.

Les tenants de l'approche de la contingence soulignent que les organisations ont besoin de flexibilité pour faire face à leur environnement imprévisible (Burns et Stalker, 1961). Les organisations doivent composer avec le changement perpétuel imposé par l'environnement afin de maintenir une performance élevée ou, à défaut, de survivre. Les membres du conseil d'administration ont alors des rôles fondamentaux de stratèges afin d'ajuster le fonctionnement de leur organisation, mais aussi de convaincre les parties prenantes internes et externes qui ne sont pas à l'origine du changement de l'environnement qu'il est nécessaire d'évoluer (Lawrence et Lorsch, 1967). En outre, la complexité de l'environnement et des acteurs mise en évidence par l'approche contingente est particulièrement pertinente dans le cas des associations en période de crise. Leur fonctionnement démocratique leur en effet impose un idéal holistique car ce sont des organisations d'engagement.

Cette approche est ici retenue car elle a démontré sa pertinence pour les OBNL (Bryan, 2019). Récemment, les « dispositifs de gouvernance optimaux » (Musawir et al., 2020) ont été recherchés pour réagir aux changements imposés par l'environnement, souvent hostile, incertain et complexe (Altman et al., 1985). Enfin, les crises sont contingentes, au sens premier : ce sont des événements qui peuvent ou non se produire. En cela, l'approche contingente peut être considérée comme pertinente pour analyser les associations en période de crise.

McMullin et Raggio (2020) ont notamment montré qu'en période de crise la gouvernance des OBNL repose avant tout sur les personnes qui la font vivre, notamment au sein du conseil d'administration. En l'occurrence, l'approche contingente permet

d'intégrer les conditions internes et externes pour comprendre le fonctionnement de l'organisation et du conseil d'administration (Hung, 1998; Ostrower et Stone, 2010). Plusieurs études ont déjà exploré les facteurs qui expliquent le fonctionnement des conseils d'administration des OBNL (e.g. Brown et Guo, 2010; Iecovich, 2005). Ostrower et Stone (2010) ont par exemple mis l'accent sur les contingences internes et externes qui expliquent la structure des conseils d'administration. Selon Chelliah et al. (2016), les contingences externes sont à la fois larges (« pressions sociales, législation et politique gouvernementales, réglementation, secteur, parties prenantes », etc.) et spécifiques (« domaine d'activité, financeurs, membres », etc.), tandis que les contingences internes comprennent la « taille, les relations avec les managers, les ressources pour la formation et le développement, le recrutement », etc. Selon les auteurs, chaque étape de la vie d'une OBNL est façonnée par ces contingences. Ainsi, en temps de crise, les contingences décrites ci-dessus continuent de s'appliquer.

Dans le cas présent, les contingences peuvent être combinées en trois types de ressources, inspirées du concept de capacité organisationnelle (Hall et al., 2003), à savoir les ressources financières, humaines et relationnelles (au sens des partenariats développés, des réseaux d'appartenance, etc.). Ce concept s'inscrit dans l'approche des contingences (Bryan, 2019) et a déjà été mobilisé pour étudier les associations en temps de crise (Plaisance, 2021). Selon l'approche contingente, la présence de ces ressources devrait faciliter le maintien des dispositifs de gouvernance, analysés ici au-travers du fonctionnement du conseil d'administration (dans la lignée de McMullin et Raggo, 2020). À l'inverse, les difficultés liées à ces ressources le dégraderaient :

Hypothèse 1 : L'accès aux ressources humaines en temps de crise favorise le bon fonctionnement du conseil d'administration dans les associations.

Hypothèse 2 : L'accès aux ressources financières en temps de crise favorise le bon fonctionnement du conseil d'administration dans les associations.

Hypothèse 3 : L'accès aux ressources relationnelles en temps de crise favorise le bon fonctionnement du conseil d'administration dans les associations.

4. MÉTHODOLOGIE

La crise sanitaire a conduit à de multiples confinements en France, ainsi qu'à de nombreuses fermetures et restrictions, dont un couvre-feu. La mobilité même des personnes a donc été affectée, dont celle des bénévoles. Ils sont pourtant au cœur des ressources des associations : sur les 1 500 000 associations françaises, seules 12 % ont des salariés (cf. Tableau 2), soit 1,76 million de salariés, contre 12,5 millions de bénévoles. Du fait de leur poids économique (leur budget total atteint 133 milliards d'euros) et bien sûr social (Tchernonog et Prouteau, 2019), les associations ont été accompagnées par les autorités mais aussi étudiées. Le Mouvement Associatif, en tant que principale fédération, le Réseau National des Maisons des Associations et Recherches & Solidarités (un réseau d'experts et d'universitaires) ont été rejoints par la Direction de la Jeunesse, de l'Éducation Populaire et de la Vie Associative du Ministère de l'Éducation Nationale et de la Jeunesse pour mener plusieurs enquêtes. La troisième a été menée du 30 mars au 30 avril 2021, à l'aide d'un questionnaire largement diffusé : 10 926 réponses de dirigeants d'associations ont été obtenues. Le Tableau 2 présente le profil des associations ayant répondu au questionnaire.

Tableau 2 : Présentation de l'échantillon des associations répondantes

| | N | Echantillon | Répartition dans les associations françaises (Tchernonog et Prouteau, 2019) |
|-----------------------------|-------|-------------|---|
| Budget annuel | | | |
| Moins de 10 k€ | 3 176 | 26,1% | 74,6% |
| 10 k€ – 50 k€ | 2 822 | 25,8% | 18,9% |
| 50 k€ – 100 k€ | 1 263 | 11,6% | 3,9% |
| 100 k€ – 200 k€ | 1 136 | 10,4% | |
| 200 k€ – 500 k€ | 1 032 | 9,4% | 1,3% |
| 500 k€ – 1 000 k€ | 522 | 4,8% | 1,3% |
| Plus de 1 000 k€ | 556 | 5,1% | |
| Non réponses | 419 | 3,8% | |
| Nombre de salariés | | | |
| 0 | 5 187 | 47.5% | 88% |
| 1 ou 2 | 2 348 | 21.5% | < 5: 7.8% |
| 3 à 5 | 1 220 | 11.2% | |
| 6 à 9 | 761 | 7% | 5 à 9: 2,1% |
| 10 à 19 | 665 | 6.1% | 1.7% |
| 20 à 49 | 415 | 3.8% | |
| Plus de 50 | 221 | 2% | 0.4% |
| Non réponses | 109 | 1% | |
| Secteur | | | |
| Action sociale | 586 | 5,4% | 11,5% |
| Hébergement médico-social | 113 | 1% | |
| Santé | 178 | 1,6% | |
| Solidarité international | 221 | 2% | 4,1% |
| Défense de causes et droits | 221 | 2% | 11,5% |
| Environnement | 304 | 2,8% | |
| Tourisme sociale | 103 | 0,9% | |
| Loisirs | 1 232 | 11,3% | 21,4% |
| Enseignement | 253 | 2,3% | 3,2% |
| Education populaire | 895 | 8,2% | |
| Sports | 4 006 | 36,7% | 24,2% |
| Culture | 1 597 | 14,6% | 23% |
| Economie | 122 | 1,1% | 2,6% |
| Autre | 735 | 6,7% | |
| Non réponses | 360 | 3,3% | |

Le questionnaire a été formulé par les différentes organisations ci-dessus tandis que la base de données des réponses a été fournie par Recherches & Solidarités. Le Tableau 3 fait état du questionnaire proposé ainsi que des statistiques descriptives.

Tableau 3 : Questions et modalités de réponses de l'enquête et statistiques descriptives

| Questions et modalités de réponses | | Nature | N | My | Md | ET |
|--|--|---------|--------|------|----|------|
| Conjoncture | | | | | | |
| ACT : En ce moment, au regard de votre fonctionnement habituel, dans quelle proportion parvenez-vous à maintenir l'activité de votre association ? | 1 – Moins de 20 % | 40 % | 10 341 | 2,48 | 2 | 1,55 |
| | 2 – 20 à 40 % | 18 % | | | | |
| | 3 – 40 à 60 % | 15 % | | | | |
| | 4 – 60 à 80 % | 12 % | | | | |
| | 5 – 80 à 100 % | 11 % | | | | |
| | 6 – Un surcroît d'activité | 4 % | | | | |
| SIT : Comment jugez-vous la situation générale de votre association (actions, missions, projets) depuis le début de l'année 2021 ? | 1 – Très difficile | 19 % | 10 737 | 2,11 | 2 | 0,72 |
| | 2 – Difficile | 53 % | | | | |
| | 3 – Bonne | 26 % | | | | |
| | 4 – Très bonne | 2 % | | | | |
| NVX : Envisagez-vous de nouveaux projets – ou une extension de vos activités actuelles – d'ici la fin de l'année 2021 ? | | Binaire | 9 831 | 0,58 | 1 | 0,49 |
| Ressources humaines | | | | | | |
| Quelles sont les difficultés liées à la crise qui ont impacté le plus fortement le bénévolat dans votre association ? | RH1 : La nécessité d'adapter et de redéfinir les missions de certains bénévoles | Binaire | 10 743 | 0,24 | 0 | 0,43 |
| | RH2 : Les difficultés de certains bénévoles à utiliser les outils numériques | | | 0,34 | 0 | 0,47 |
| | RH3 : L'arrêt de l'activité de certains bénévoles par crainte du virus | | | 0,41 | 0 | 0,49 |
| | RH4 : Les difficultés à gérer l'arrivée de nouveaux bénévoles voulant se rendre utiles | | | 0,13 | 0 | 0,34 |
| | RH5 : La perte de contact avec certains bénévoles du fait de l'arrêt ponctuel des activités de l'association | | | 0,62 | 1 | 0,49 |
| | RH6 : L'impossibilité pour des bénévoles de mener leurs actions (locaux et installations inaccessibles) | | | 0,62 | 1 | 0,49 |

| | | | | | | | |
|--|--|------|---------|--------|------|------|------|
| BEN : Comment jugez-vous la situation de votre association concernant le bénévolat depuis le début de l'année 2021 ? | 1 – Très difficile | 16 % | 10 569 | 2,24 | 2 | 0,76 | |
| | 2 – Difficile | 48 % | | | | | |
| | 3 – Bonne | 32 % | | | | | |
| | 4 – Très bonne | 4 % | | | | | |
| Ressources financières | | | | | | | |
| Quelles sont les ressources et les charges de votre association particulièrement affectées par la crise ? | RF1 : Une perte de revenus d'activités significative | | Binaire | 10 808 | 0,47 | 0 | 0,50 |
| | RF2 : Une baisse des financements de la part de fondations partenaires | | | | 0,05 | 0 | 0,22 |
| | RF3 : Une baisse des financements de la part d'entreprises partenaires (ex : sponsoring) | | | | 0,19 | 0 | 0,40 |
| | RF4 : Une baisse des ressources provenant des cotisations | | | | 0,58 | 1 | 0,49 |
| | RF5 : Des dépenses engagées à perte car des activités ont été annulées | | | | 0,28 | 0 | 0,45 |
| | RF6 : Une augmentation des coûts générés par des dépenses liées à la crise | | | | 0,22 | 0 | 0,41 |
| SF : Depuis le début de la crise, avez-vous activé une ou des solutions financières proposées par les pouvoirs publics ? | | | Binaire | 10 380 | 0,41 | 0 | 0,49 |
| FIN : Comment jugez-vous la situation financière de votre association depuis le début de l'année 2021 ? | 1 – Très difficile | 10 % | 10 654 | 2,44 | 3 | 0,71 | |
| | 2 – Difficile | 39 % | | | | | |
| | 3 – Bonne | 48 % | | | | | |
| | 4 – Très bonne | 3 % | | | | | |
| TRE : Approximativement aujourd'hui, combien de mois d'exploitation sont couverts par votre trésorerie ? | 0 – Aucun | 6 % | 8 479 | 2,13 | 2 | 0,89 | |
| | 1 – Moins de 3 mois | 16 % | | | | | |
| | 2 – Entre 3 et 6 mois | 37 % | | | | | |
| | 3 – Plus de 6 mois | 41 % | | | | | |
| Ressources relationnelles | | | | | | | |
| PU_RF : Les partenariats publics se sont plutôt renforcés, avec un dialogue suivi face à la situation | | | Binaire | 10 591 | 0,15 | 0 | 0,36 |
| PU_NV : Notre association a tissé de nouveaux partenariats publics à l'occasion de la crise | | | Binaire | 10 591 | 0,03 | 0 | 0,18 |
| PR_RF : Les partenariats privés se sont plutôt renforcés | | | Binaire | 10 300 | 0,04 | 0 | 0,21 |
| PR_NV : Notre association a tissé de nouveaux partenariats privés à l'occasion de la crise | | | Binaire | 10 300 | 0,04 | 0 | 0,19 |
| ACC : Avez-vous trouvé appui dans cette période de crise auprès d'une structure d'accompagnement à la vie associative (un réseau, une fédération, une maison des associations, etc.) ? | | | Binaire | 10 09 | 0,51 | 1 | 0,50 |

| | | | | | | |
|--|---|------|--------|------|---|------|
| FED : Plus largement, la crise a-t-elle eu une influence sur les éventuelles relations de votre association avec un réseau ou une fédération ? | Oui (renforcements ou nouvelles relations ; 1) | 16 % | 9 494 | 0,44 | 1 | 0,75 |
| | Pas de relations (0) | 24 % | | | | |
| | Non (éloignement et ajout de distance ; - 1) | 20 % | | | | |
| Gouvernance | | | | | | |
| GOV : Aujourd'hui, votre équipe dirigeante (conseil d'administration) fonctionne : | 1 - Je me sens parfois un peu seul | 12 % | 10 714 | 2,81 | 3 | 1,03 |
| | 2 - Seulement avec une partie des dirigeants | 29 % | | | | |
| | 3 - Collectivement mais avec quelques difficultés | 26 % | | | | |
| | 4 - Collectivement et d'une manière satisfaisante | 34 % | | | | |

Lecture : My : moyenne ; Md : médiane ; ET : écart-type.

Les questions portant sur la conjoncture permettent de comprendre comment la crise a affecté l'activité (ACT), la capacité à rebondir (SIT) ou à développer l'activité (NVX) de l'association. Les autres questions portent sur les trois types de ressources disponibles pendant la crise : humaines (essentiellement bénévoles, de RH1 à RH6 et BEN), financières (les difficultés rencontrées [RF1 à RF6], les besoins créés [SF] et une approche globale [FIN et TRE]) et relationnelles avec les partenaires publics (PU_RF et PU_NV), privés (PR_RF et PR_NV) et fédératifs (ACC et FED). Enfin, le maintien des dispositifs de gouvernance est interrogé (GOV).

La matrice de corrélation est présentée par le Tableau 4. Quatre modèles de régressions logistiques multiples sont utilisés pour tester les hypothèses. Le modèle 1 ne retient que les variables portant sur la conjoncture. Le modèle 2 ajoute les ressources humaines, le modèle 3 les ressources financières et le modèle 4 les ressources relationnelles. Les différences de R^2 de Nagelkerke (ΔR^2) permettent d'analyser la contribution des différentes ressources aux variations de GOV.

5. RÉSULTATS ET DISCUSSION

Le maintien des dispositifs de gouvernance (c'est-à-dire le fonctionnement collectif du conseil d'administration en particulier) est expliqué par la situation à court terme (Tableau 5). Ce résultat était attendu : il s'agit des variables contextuelles, qui expliquent 12 % des variations de la variable GOV. Les difficultés concrètes avec les bénévoles ont affaibli la gouvernance, notamment la perte de contact ou les inquiétudes liées au numérique ou au virus. A l'inverse, l'arrivée de nouveaux bénévoles a soulagé les dirigeants. Par ailleurs, plus ils pensent que la situation avec les volontaires va s'améliorer, plus leur gouvernance est de qualité. Le modèle 2 explique 24 % de la variation de GOV. L'hypothèse 1 donc est soutenue.

En revanche, les modèles 3 et 4 ne conduisent qu'à des R^2 de 25 % et 26 %. Ainsi, malgré des résultats significatifs, les ressources financières et relationnelles n'expliquent que peu le fonctionnement du conseil d'administration. Les hypothèses 2 et 3 sont donc rejetées. Quelques résultats peuvent cependant être relevés : la perte des cotisations aggrave la situation de la gouvernance, alors que le recours à des solutions financières la soutient. Le renforcement des partenariats a un effet positif, alors que l'éloignement des fédérations a un effet négatif.

Tableau 4 : Matrice de corrélations

| | ACT | SIT | NVX | RH1 | RH2 | RH3 | RH4 | RH5 | RH6 | BEN | RF1 | RF2 | RF3 | RF4 | RF5 | RF6 | SF | FIN | TRE | PU RF | PU NV | PR RF | PR NV | ACC | FED |
|-------|--------|---------|--------|--------|--------|-------|--------|---------|---------|---------|--------|-------|---------|---------|---------|--------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|-------|------|-----|
| SIT | 0,53 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| NVX | 0,18 | 0,20 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| RH1 | 0,10 | 0,05 | 0,11 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| RH2 | 0,06 | 0,03*** | 0,09 | 0,10 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| RH3 | -0,01 | -0,02 | 0,05 | 0,07 | 0,19 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| RH4 | 0,10 | 0,05 | 0,08 | 0,16 | 0,11 | 0,10 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| RH5 | -0,20 | -0,15 | -0,02* | 0,02 | 0,10 | 0,18 | 0,06 | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| RH6 | -0,24 | -0,21 | -0,03 | 0,00 | 0,00 | 0,01 | 0,00 | 0,13 | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| BEN | 0,30 | 0,47 | 0,11 | 0,00 | -0,03 | -0,12 | -0,02* | -0,24 | -0,16 | | | | | | | | | | | | | | | | |
| RF1 | -0,07 | -0,09 | 0,05 | 0,08 | 0,05 | 0,06 | 0,04 | 0,09 | 0,03** | -0,05 | | | | | | | | | | | | | | | |
| RF2 | 0,02* | -0,03** | 0,04 | 0,10 | 0,04 | 0,05 | 0,08 | 0,03** | 0,04 | -0,03** | 0,05 | | | | | | | | | | | | | | |
| RF3 | -0,07 | -0,06 | 0,02* | 0,08 | -0,01 | 0,04 | 0,02* | 0,13 | 0,07 | -0,06 | 0,12 | 0,21 | | | | | | | | | | | | | |
| RF4 | -0,25 | -0,22 | -0,05 | 0,03** | 0,05 | 0,07 | -0,02* | 0,16 | 0,15 | -0,16 | 0,13 | 0,04 | 0,11 | | | | | | | | | | | | |
| RF5 | -0,09 | -0,15 | 0,05 | 0,09 | 0,05 | 0,08 | 0,05 | 0,10 | 0,09 | -0,10 | 0,15 | 0,10 | 0,10 | 0,12 | | | | | | | | | | | |
| RF6 | 0,12 | 0,02 | 0,07 | 0,10 | 0,11 | 0,09 | 0,06 | 0,02 | -0,02 | 0,00 | 0,15 | 0,06 | 0,03 | 0,05 | 0,18 | | | | | | | | | | |
| SF | 0,03** | 0,04 | 0,13 | 0,04 | 0,05 | 0,00 | 0,04 | 0,03** | -0,03* | 0,02* | 0,22 | 0,03 | 0,08 | 0,08 | 0,11 | 0,16 | | | | | | | | | |
| FIN | 0,24 | 0,43 | 0,06 | -0,01 | 0,02* | -0,04 | -0,02 | -0,04 | -0,08** | 0,27 | -0,22 | -0,11 | -0,09 | -0,16 | -0,21 | -0,10 | -0,07 | | | | | | | | |
| TRE | 0,01 | 0,15 | -0,04 | -0,03* | 0,01 | -0,04 | -0,04 | 0,03** | 0,01 | 0,15 | -0,12 | -0,07 | -0,02 | -0,03** | -0,15 | -0,13 | -0,12 | 0,45 | | | | | | | |
| PU RF | 0,16 | 0,16 | 0,11 | 0,04 | 0,04 | 0,02 | 0,04 | -0,03** | -0,07 | 0,10 | 0,04 | 0,00 | -0,02* | -0,05 | 0,00 | 0,10 | 0,18 | 0,10 | -0,02* | | | | | | |
| PU NV | 0,10 | 0,08 | 0,10 | 0,04 | 0,03** | 0,01 | 0,05 | -0,02 | -0,02* | 0,09 | 0,00 | 0,02* | 0,00 | -0,05 | 0,00 | 0,03** | 0,04 | -0,01 | -0,02 | -0,08 | | | | | |
| PR RF | 0,14 | 0,14 | 0,09 | 0,04 | 0,01 | 0,02 | 0,03** | -0,05 | -0,06 | 0,09 | 0,00 | -0,02 | -0,06 | -0,09 | -0,02* | 0,04 | 0,03 | 0,04 | -0,03* | 0,14 | 0,07 | | | | |
| PR NV | 0,11 | 0,09 | 0,09 | 0,05 | 0,03* | 0,01 | 0,06 | -0,03** | -0,05 | 0,06 | -0,02* | 0,01 | -0,03** | -0,04 | 0,01 | 0,04 | 0,05 | 0,02 | -0,01 | 0,08 | 0,18 | -0,04 | | | |
| ACC | 0,07 | 0,08 | 0,11 | 0,05 | 0,11 | 0,02* | 0,03** | 0,03* | -0,02 | 0,05 | 0,08 | -0,02 | -0,01 | 0,04 | 0,02* | 0,07 | 0,18 | 0,07 | 0,01 | 0,14 | 0,03 | 0,03 | 0,04 | | |
| FED | 0,16 | 0,19 | 0,13 | 0,04 | 0,08 | 0,00 | 0,03** | -0,05 | -0,06 | 0,15 | 0,04 | 0,00 | -0,04 | -0,04 | -0,03** | 0,04 | 0,14 | 0,12 | 0,04 | 0,12 | 0,04 | 0,07 | 0,05 | 0,39 | |
| GOV | 0,23 | 0,31 | 0,12 | 0,03* | -0,05 | -0,08 | 0,02* | -0,19 | -0,10 | 0,43 | 0,00 | -0,01 | -0,06 | -0,14 | -0,05 | 0,03** | 0,08 | 0,17 | 0,08 | 0,11 | 0,03 | 0,09 | 0,05 | 0,05 | |

Lecture : en gras : $p < 0,001$; ** : $p < 0,01$; * : $p < 0,05$.

Tableau 5 : Régressions logistiques effectuées sur le maintien des dispositifs de gouvernance

| | Modèle 1 | | | Modèle 2 | | | Modèle 3 | | | Modèle 4 | | |
|-------------------------------|----------|----------|--------|----------|----------|--------|----------|----------|--------|----------|----------|--------|
| | B | <i>p</i> | ES |
| Constante 3 | -1,44 | *** | (0,06) | -2,29 | *** | (0,09) | -2,66 | *** | (0,17) | -2,63 | *** | (0,19) |
| Constante 2 | -0,27 | *** | (0,05) | -0,96 | *** | (0,09) | -1,33 | *** | (0,17) | -1,29 | *** | (0,19) |
| Constante 1 | 1,51 | *** | (0,06) | 0,95 | *** | (0,09) | 0,65 | *** | (0,17) | 0,73 | *** | (0,19) |
| ACT-2 | 0,04 | | (0,06) | 0,09 | | (0,06) | 0,06 | | (0,07) | 0,01 | | (0,07) |
| ACT-3 | 0,16 | ** | (0,06) | 0,09 | | (0,06) | 0,11 | | (0,07) | 0,07 | | (0,08) |
| ACT-4 | 0,38 | *** | (0,07) | 0,29 | *** | (0,07) | 0,22 | ** | (0,08) | 0,14 | | (0,08) |
| ACT-5 | 0,44 | *** | (0,07) | 0,25 | ** | (0,08) | 0,16 | | (0,09) | 0,15 | | (0,10) |
| ACT-6 | 0,42 | *** | (0,12) | 0,15 | | (0,13) | 0,09 | | (0,15) | -0,08 | | (0,16) |
| SIT-2 | 0,52 | *** | (0,06) | 0,17 | ** | (0,06) | 0,14 | * | (0,07) | 0,13 | | (0,08) |
| SIT-3 | 1,33 | *** | (0,07) | 0,63 | *** | (0,08) | 0,60 | *** | (0,09) | 0,56 | *** | (0,10) |
| SIT-4 | 2,24 | *** | (0,19) | 0,97 | *** | (0,20) | 0,91 | *** | (0,23) | 0,85 | *** | (0,24) |
| NVX | 0,23 | *** | (0,04) | 0,23 | *** | (0,04) | 0,18 | *** | (0,05) | 0,18 | *** | (0,05) |
| RH1 | | | | 0,06 | | (0,05) | 0,07 | | (0,05) | 0,07 | | (0,06) |
| RH2 | | | | -0,18 | *** | (0,04) | -0,21 | *** | (0,05) | -0,24 | *** | (0,05) |
| RH3 | | | | -0,10 | * | (0,04) | -0,08 | | (0,05) | -0,08 | | (0,05) |
| RH4 | | | | 0,16 | ** | (0,06) | 0,11 | | (0,07) | 0,13 | | (0,07) |
| RH5 | | | | -0,36 | *** | (0,04) | -0,33 | *** | (0,05) | -0,30 | *** | (0,05) |
| RH6 | | | | 0,01 | | (0,04) | 0,02 | | (0,05) | 0,02 | | (0,05) |
| BEN-2 | | | | 0,76 | *** | (0,06) | 0,74 | *** | (0,07) | 0,74 | *** | (0,08) |
| BEN-3 | | | | 1,83 | *** | (0,07) | 1,81 | *** | (0,08) | 1,80 | *** | (0,09) |
| BEN-4 | | | | 3,09 | *** | (0,16) | 3,09 | *** | (0,18) | 3,18 | *** | (0,20) |
| RF1 | | | | | | | 0,12 | * | (0,05) | 0,13 | * | (0,05) |
| RF2 | | | | | | | 0,15 | | (0,10) | 0,15 | | (0,11) |
| RF3 | | | | | | | -0,16 | ** | (0,06) | -0,12 | * | (0,06) |
| RF4 | | | | | | | -0,17 | *** | (0,05) | -0,18 | *** | (0,05) |
| RF5 | | | | | | | -0,02 | | (0,05) | -0,02 | | (0,05) |
| RF6 | | | | | | | 0,05 | | (0,05) | 0,06 | | (0,06) |
| SF | | | | | | | 0,22 | *** | (0,05) | 0,19 | *** | (0,05) |
| FIN-2 | | | | | | | 0,01 | | (0,09) | 0,03 | | (0,09) |
| FIN-3 | | | | | | | 0,06 | | (0,09) | 0,11 | | (0,10) |
| FIN-4 | | | | | | | 0,10 | | (0,16) | 0,07 | | (0,18) |
| TRE-1 | | | | | | | 0,56 | *** | (0,12) | 0,55 | *** | (0,13) |
| TRE-2 | | | | | | | 0,58 | *** | (0,12) | 0,59 | *** | (0,13) |
| TRE-3 | | | | | | | 0,51 | *** | (0,12) | 0,52 | *** | (0,13) |
| PU_RF | | | | | | | | | | 0,14 | * | (0,07) |
| PU_NV | | | | | | | | | | -0,07 | | (0,14) |
| PR_RF | | | | | | | | | | 0,30 | * | (0,12) |
| PR_NV | | | | | | | | | | 0,04 | | (0,14) |
| ACC | | | | | | | | | | -0,08 | | (0,06) |
| FED-1 | | | | | | | | | | 0,09 | | (0,07) |
| FED-(-1) | | | | | | | | | | -0,32 | *** | (0,08) |
| N | 9 299 | | | 9 074 | | | 7 086 | | | 6 219 | | |
| -2 Log(Vraisemblance) | 1 068 | *** | | 2 321 | *** | | 1 866 | *** | | 1 734 | *** | |
| R ² (Nagelkerke) | 0,12 | | | 0,24 | | | 0,25 | | | 0,26 | | |
| ΔR ² entre modèles | | | | 0,12 | | | 0,01 | | | 0,01 | | |

Lecture: *** : $p < 0,001$; ** : $p < 0,01$; * : $p < 0,05$. B : coefficient de régression. ES: erreur standard. Modalités de référence pour les variables ordinales : ACT-1; SIT-1; BEN-1; FIN-1; TRE-0; FED-0.

La première contribution de ces résultats est ainsi conceptuelle. La notion de gouvernance associative trouve ici un sens spécifique du fait de la prégnance des ressources humaines bénévoles pour comprendre son maintien en période de crise. Un an après le début de la crise sanitaire, ni l'accès aux ressources financières ni les relations avec les partenaires n'ont d'effets convaincants sur la capacité des dirigeants à prendre des décisions de manière collective. L'absence ou la présence de bénévoles constituent la boussole pour comprendre la gouvernance associative. Ainsi les approches pointées au sein de la littérature sont-elles discutées. Même si elle retient les ressources humaines au sein des parties prenantes engagées autour des associations, l'approche partenariale ne leur confère pas de place particulière dans les définitions retenues. La focale plutôt disciplinaire semble donc, en période de crise, moins pertinente. Les associations sont des organisations basées sur l'engagement et dépendantes de l'investissement de ressources humaines bénévoles (donc surtout retenues par leurs valeurs). Il semble donc nécessaire de réviser la vision partenariale de la gouvernance associative en y appliquant une priorisation qui placerait les bénévoles parmi les parties prenantes « critiques » (Henderson et Sowa, 2018).

Les résultats conduisent également à une discussion du cadre théorique et notamment de ses principes fondateurs. La vision holistique de la gouvernance défendue par cette approche théorique est ici discutée. Les parties prenantes sont trop nombreuses dans le cas des associations et leurs attentes et intérêts sont beaucoup trop variés, hétérogènes, voire divergents. L'hostilité de l'environnement, représentée par les parties prenantes ou la crise sanitaire, est la contingence primordiale avec laquelle les associations doivent composer (Khandwalla, 1972). Les résultats montrent ainsi que la priorité doit être donnée aux bénévoles. Autrement dit, pour faire face à la crise grâce à des dispositifs de gouvernance fonctionnels, les associations ont

besoin que le bénévolat puisse s'adapter et être flexible. Il s'agit typiquement de l'émergence du télé-bénévolat qui a permis à de nombreuses associations de persister. En outre, les résultats viennent donc confirmer les travaux de McMullin et Raggio (2020) qui placent la mobilisation des personnes au cœur de la gestion des crises, et ce dans le contexte français.

Les résultats obtenus appellent donc les associations à se focaliser sur les ressources humaines en temps de crise afin de maintenir une gouvernance de qualité. L'adaptation et la réaction sont essentielles : attendre que la crise passe ou que les parties prenantes agissent n'est pas suffisant. Les associations ont tout intérêt à mobiliser leurs ressources internes pour survivre, en particulier leurs bénévoles. Cependant, tel que souligné par l'approche contingente, une crise ne doit pas faire vaciller la cohérence de l'organisation (Donaldson, 2001). La cohérence d'une association est liée à la bonne application de ses valeurs et de son projet organisationnel, grâce aux bénévoles, partenaires, membres et bénéficiaires. Le respect des principes organisationnels est indispensable pour ne pas ajouter une crise d'identité aux crises conjoncturelles. Autrement dit, la gestion des ressources humaines dans les associations est d'ores et déjà spécifique en temps calmes (e.g. Ndiaye et Cousineau, 2020; Urasadettan et Schmidt, 2020) et nécessite de nouvelles adaptations en temps de crise.

Même si les ressources relationnelles, matérielles et financières n'en restent pas moins cruciales pour protéger la viabilité des associations, les résultats obtenus appellent leurs parties prenantes à adapter l'accompagnement proposé en temps de crise. La plupart des aides furent financières. Accompagner le retour du bénévolat au sein des associations est en réalité le préambule au rétablissement de la gouvernance qui, à son tour, permettra de piloter l'organisation dans son ensemble. Cependant, chaque association a ses propres mécanismes internes : il

s'agit de trouver la « *bonne* combinaison de compétences et de ressources » pour *in fine* favoriser la résilience des associations (Bhaskara et Filimonau, 2021, p. 364).

6. CONCLUSION

L'objectif de cette recherche était de répondre aux problématiques auxquelles les associations sont confrontées en temps de crise, et notamment vis-à-vis du fonctionnement de leur conseil d'administration. Pour ce faire, l'approche contingente a semblé la plus pertinente pour comprendre le comportement des associations. Finalement, les principes de l'approche contingente ont été partiellement appliqués pour comprendre le fonctionnement des conseils. L'impact de la crise explique la capacité à maintenir les dispositifs de gouvernance, et les conditions défavorables d'accès aux ressources humaines ont également un fort impact. En somme, si cette étude permettait de tester l'importance des contingences externes pour comprendre la gouvernance des associations (en réponse à Plaisance, 2023), l'approche contingente n'a pu expliquer qu'en partie le maintien des dispositifs de gouvernance, grâce aux facteurs de court terme et humains. Cette étude vient cependant confirmer l'application des conclusions de McMullin et Raggo (2020) au cas français.

A l'avenir, les associations faisant face à une situation de gouvernance difficile en temps de crise pourront se focaliser en priorité sur leurs bénévoles. Le comportement des administrateurs semble en effet particulièrement lié à celui des bénévoles de terrain. La perte de ce lien tout à la fois social et humain semble avoir un effet sur la motivation des administrateurs à s'engager. Ces résultats permettent ainsi de compléter les travaux proposés par les différents acteurs associatifs qui ont mené l'enquête sur laquelle se base cette étude. Il s'agit d'ailleurs en soi d'une limite

méthodologique : l'approche ici est avant tout une analyse de base de données sans possible influence sur les questions posées. Des données financières ou des précisions quantitatives sur les ressources humaines bénévoles auraient apporté de précieuses informations. Surtout, une seule donnée était disponible pour faire état de la gouvernance des associations, basée sur l'engagement des administrateurs.

Les futures recherches pourraient adopter une approche qualitative par entretiens ou étude de cas pour approfondir le lien entre accès aux bénévoles et maintien de la gouvernance. Une étude dédiée à la modification du comportement des administrateurs en fonction de celui des bénévoles serait notamment utile. En outre, l'approche contingente ici retenue pour être de nouveau mobilisée pour comprendre cette fois-ci comment le maintien du bon fonctionnement du conseil d'administration a pu influencer la résilience et la viabilité des associations pendant la crise.

RÉFÉRENCES

- Altman, S., Valenzi, E., et Hodgetts, R. M., (1985), *Organizational Behavior: Theory and Practice*, Academic Press.
- Atlani-Duault, L., (2005), Les ONG à l'heure de la « bonne gouvernance », *Autrepart*, 35(3), 3. <https://doi.org/10.3917/autr.035.0003>
- Avare, P., et Eynaud, P., (2008), L'autorégulation des associations faisant appel public aux dons, *La gouvernance des associations. Economie, sociologie, gestion*, Toulouse, Erès, 153-171.
- Bayle, E., (2010), La gouvernance des fédérations d'associations chargées d'une mission de service public : le cas des fédérations sportives françaises, *Politiques et management public*, 27(1), 121-142. <https://doi.org/10.4000/pmp.1992>
- Bhaskara, G. I., et Filimonau, V., (2021), The COVID-19 pandemic and organisational learning for disaster planning and management: A perspective of tourism businesses from a destination prone to consecutive disasters, *Journal of Hospitality and Tourism Management*, 46, 364-375. <https://doi.org/10.1016/j.jhtm.2021.01.011>

- Bordes, V., Dansac, C., et Gontier, P., (2014), Peut-on accompagner le renouvellement de la gouvernance dans les associations d'éducation populaire ?, In L. Greffier (Éd.), Animation, vie associative, des acteurs s'engagent (p. 175-203), Carrières Sociales Editions. <https://doi.org/10.4000/books.cse.298>
- Bradshaw, P., (2009), A contingency approach to nonprofit governance, *Nonprofit Management and Leadership*, 20(1), 61-81. <https://doi.org/10.1002/nml.241>
- Brown, W. A., et Guo, C., (2010), Exploring the Key Roles for Nonprofit Boards, *Nonprofit and Voluntary Sector Quarterly*, 39(3), 536-546. <https://doi.org/10.1177/0899764009334588>
- Bryan, T. K., (2019), Toward a Contingency Model for the Relationship Between Capacity and Effectiveness in Nonprofit Organizations, *Nonprofit and Voluntary Sector Quarterly*, 48(4), 885-897. <https://doi.org/10.1177/0899764018815617>
- Burns, T., et Stalker, G. M., (1961), The management of innovation, Tavistock Publications.
- Chatelain-Ponroy, S., Eynaud, P., et Sponem, S., (2014), La gouvernance associative : entre diversité et normalisation, In A. Burlaud, Comptabilité, Finance et Politique. De la pratique à la théorie : l'art de la conceptualisation (ECS, p. 219-226).
- Chelliah, J., Boersma, M., et Klettner, A., (2016), Governance challenges for not-for-profit organisations: Empirical evidence in support of a contingency approach, *Contemporary Management Research*, 12(1), 3-24.
- Cornforth, C., (2012), Nonprofit Governance Research: Limitations of the Focus on Boards and Suggestions for New Directions, *Nonprofit and Voluntary Sector Quarterly*, 41(6), 1116-1135. <https://doi.org/10.1177/0899764011427959>
- Donaldson, L., (2001), The contingency theory of organizations, Sage.
- Dussuet, A., (2012), Un modèle associatif de régulation du travail ? L'exemple d'associations de services à domicile, *Politiques et Management Public*, 27(1), 79-96. <https://doi.org/10.4000/pmp.1860>
- Eynaud, P., (2019), Les nouveaux enjeux de la gouvernance des associations, *Recma : Revue internationale de l'économie sociale*, 351, 45. <https://doi.org/10.3917/recma.351.0045>

- Eynaud, P., et Laurent, A., (2017), Articulés communs et économie solidaire : une question de gouvernance ?, *Recma : Revue internationale de l'économie sociale*, 345, 27. <https://doi.org/10.7202/1040793ar>
- Genève, M., (2007), Gouvernance associative : de l'affirmation d'une spécificité à la recherche de ses caractéristiques, *La Tribune Fonda*, 183, 97-102.
- Green, J. C., et Griesinger, D. W., (1996), Board performance and organizational effectiveness in nonprofit social services organizations, *Nonprofit Management and Leadership*, 6(4), 381-402. <https://doi.org/10.1002/nml.4130060407>
- Haeringer, J., et Sponem, S., (2008), Régulation dirigeante et gouvernance associative, In *La gouvernance des associations* (p. 227-244), ERES; Cairn.info. <https://doi.org/10.3917/eres.lavil.2008.01.0227>
- Hall, M. H., Andrukow, A., Barr, C., Brock, K., de Wit, M., et Embuldeniya, D., (2003), The Capacity to serve: a qualitative study of the challenges facing Canada's nonprofit and voluntary organizations, *Canadian Centre for Philanthropy*.
- Henderson, A. C., et Sowa, J. E., (2018), Retaining Critical Human Capital: Volunteer Firefighters in the Commonwealth of Pennsylvania, *VOLUNTAS: International Journal of Voluntary and Nonprofit Organizations*, 29(1), 43-58. <https://doi.org/10.1007/s11266-017-9831-7>
- Hoarau, C., et Laville, J.-L., (2008), La gouvernance des associations: économie, sociologie, gestion, Erès.
- Hopt, K. J., (2010), The Board of Nonprofit Organizations: Some Corporate Governance Thoughts from Europe, In K. J. Hopt & T. von Hippel, *Comparative corporate governance of non-profit organizations*, Cambridge University Press. <https://doi.org/10.2139/ssrn.1425670>
- Hung, H., (1998), A typology of the theories of the roles of governing boards, *Corporate Governance*, 6(2), 101-111. <https://doi.org/10.1111/1467-8683.00089>
- Iecovich, E., (2005), The Profile of Board Membership in Israeli Voluntary Organizations, *VOLUNTAS: International Journal of*

- Voluntary and Nonprofit Organizations, 16(2), 161-180. <https://doi.org/10.1007/s11266-005-5696-2>
- Jegard, F., (2005), Introduction, In Académie des Sciences et Techniques Comptables et Financières, La gouvernance associative, ASTC.
- Khandwalla, P. N., (1972), Environment and its impact on the organization, International Studies of Management & Organization, 2(3), 297-313, JSTOR.
- Labie, M., (2005), Comprendre et améliorer la gouvernance des organisations à but non lucratif : vers un apport des tableaux de bord?, Gestion, 30(1), 78. <https://doi.org/10.3917/riges.301.0078>
- Laville, J.-L., (2009), Management et régulation dans les associations, Connexions, 91(1), 149. <https://doi.org/10.3917/cnx.091.0149>
- Laville, J.-L., Young, D. R., et Eynaud, P., (2015), Civil Society, the Third Sector and Social Enterprise: Governance and Democracy, Routledge.
- Lawrence, P. R., et Lorsch, J. W., (1967), Organization and Environment, Harvard Business School. <https://www.hbs.edu/faculty/Pages/item.aspx?num=7917>
- Le Mouvement Associatif - La Fonda, (2015), Gouvernance et engagements associatifs : enjeux et leviers pour agir.
- Legros, P., (2019), La face cachée de la gouvernance associative, Le sociographe, 66(2), 11-24, Cairn.info. <https://doi.org/10.3917/graph.066.0011>
- Marival, C., Petrella, F., et Richez-Battesti, N., (2015), Coopération et gouvernance : Normalisation ou reconquête du fait associatif ?, Journal de gestion et d'économie médicales, 33(6), 359. <https://doi.org/10.3917/jgem.156.0359>
- Marx, J., et Davis, C., (2012), Nonprofit Governance: Improving Performance in Troubled Economic Times, Administration in Social Work, 36(1), 40-52. <https://doi.org/10.1080/03643107.2010.550670>
- McMullin, C., et Raggio, P., (2020), Leadership and Governance in Times of Crisis: A Balancing Act for Nonprofit Boards, Nonprofit and Voluntary Sector Quarterly, 49(6), 1182-1190. <https://doi.org/10.1177/0899764020964582>

- Meier, O., et Schier, G., (2008), Quelles théories et principes d'actions en matière de gouvernance des associations ?, *Management & Avenir*, 20(6), 179-198. <https://doi.org/10.3917/mav.020.0179>
- Musawir, A. ul, Abd-Karim, S. B., et Mohd-Danuri, M. S., (2020), Project governance and its role in enabling organizational strategy implementation: A systematic literature review, *International Journal of Project Management*, 38(1), 1-16. <https://doi.org/10.1016/j.ijproman.2019.09.007>
- Ndiaye, A., et Cousineau, M., (2020), Mise en lumière des paradoxes entre les salariés et les bénévoles. Propositions d'un management adapté, @ GRH, 36(3), 119-143.
- Ostrower, F., et Stone, M. M., (2010), Moving Governance Research Forward: A Contingency-Based Framework and Data Application, *Nonprofit and Voluntary Sector Quarterly*, 39(5), 901-924. <https://doi.org/10.1177/0899764009338962>
- Plaisance, G., (2023), Governance and Accountability Weaknesses in French Nonprofit Organizations: Are They a National Exception?, *International Journal of Public Administration*, 6(5), 354-372. <https://doi.org/10.1080/01900692.2021.1995874>
- Plaisance, G., (2022), Les associations françaises face à la crise de la Covid-19 : une approche par les ressources et les parties prenantes, *Management international/International Management/Gestión Internacional*, 26 (spécial), 101-129.
- Plaisance, G., (2021), French Nonprofit Organizations Facing COVID-19 and Lockdown: Maintaining a Sociopolitical Role in Spite of the Crisis of Resource Dependency, *Canadian Journal of Nonprofit and Social Economy Research*, 12(S1), 65-81. <https://doi.org/10.29173/cjnser.2021v12nS1a411>
- RNMA, (2011), *La gouvernance bénévole des associations*, Rencontres nationales 7, 8 et 9 décembre, Strasbourg.
- Tchernonog, V., et Prouteau, L., (2019), Le paysage associatif français: mesures et évolutions, Dalloz.
- Turbide, J., (2005), La gouvernance dans les organismes à but non lucratif : mieux comprendre la pratique avant de réglementer, *Gestion*, 30(1), 55. <https://doi.org/10.3917/riges.301.0055>

- Urasadettan, J., et Schmidt, C., (2020), Les pratiques RH au sein des petites associations de l'économie sociale et solidaire: Défaut, déni ou défi d'employeurabilité?, @ GRH, 36(3), 97-117.
- Valeau, P., Parak, H., Annette, F., et Boncler, J., (2020), Entre idéal du projet et consensus idéal, différentes approches de la gouvernance démocratique des organisations à but non-lucratif, Management international, 24(1), 30. <https://doi.org/10.7202/1069092ar>
- Van Der Yeught, C., et Vaicbourdt, V., (2014), L'articulation gouvernance-compétences comme déterminant de succès d'un projet associatif, RIMHE : Revue Interdisciplinaire Management, Homme(s) & Entreprise, 13(4), 86. <https://doi.org/10.3917/rimhe.013.0086>
- Wellens, L., et Jegers, M., (2014), Effective governance in nonprofit organizations: A literature based multiple stakeholder approach, European Management Journal, 32(2), 223-243. <https://doi.org/10.1016/j.emj.2013.01.007>
- Zoukoua, E.-A., (2005), La gouvernance des associations : quels acteurs, quels mécanismes ?, Comptabilité et Connaissances, 28.

THE RELATIONSHIP BETWEEN BOARD CHARACTERISTICS AND ENVIRONMENTAL SUSTAINABILITY REPORTING: EVIDENCE FROM FRENCH-LISTED FIRMS

Hanène Kheireddin

Sfax university, Tunisia

Email : hanene.kheireddine@yahoo.com

Khaireddine Mouakhar

EM Normandie Business School, Métis Lab. France

Email : kmouakhar@em-normandie.fr

Anis Jarboui

Sfax university, Tunisia

Email : anisjarboui@yahoo.fr

ABSTRACT:

This study considers a variety of mixed theoretical frameworks (i.e., legitimacy, agency, and stakeholder theories) to assess which board characteristic affects environmental sustainability reporting practices to gain and maintain legitimacy with relevant stakeholders. Using a sample of 638 French firm-year observations for the 2010-2018 period, we show that corporate environmental sustainability reporting decreases with board gender diversity and increases with board size and the presence of an environmental or CSR committee. Board independence seems to be not associated with corporate environmental sustainability reporting. This paper contributes to the literature by providing evidence on the determinants of the decision to publish an environmental sustainability report.

KEYWORDS:

Environmental Sustainability Disclosure, Corporate Governance, Board characteristics, Agency theory, Stakeholder theory, Legitimacy theory, France.

1. INTRODUCTION

Over the last few decades, corporate sustainability (CS) and sustainable strategies have gained momentum. Corporate sustainability is another concern of modern-day corporations (Zeeshan et al., 2018). It is a long-term corporate vision that refers to the concept of global responsibility, including economic, social, and environmental aspects. The origin of the CS concept is mainly based on the Brundtland Report published in 1987. Investors' awareness of sustainability as a viable business strategy has been developed over the years (Swarnapali, 2018). Firms have been increasingly motivated to become accountable not only to shareholders but also to a larger set of stakeholders, including customers and even the public. Likewise, a growing number of authors have argued that corporate activities impact the external environment, making them accountable to a wider audience than simply their shareholders (Zeeshan et al., 2018). Junior et al. (2014) reported that 85% of their sample firms published a sustainability report, suggesting that reporting information on sustainable development became a means by which major companies show their concern about the environment and corporate responsibility. They disclose such data to improve their image and reduce the negative effect of their activities on their stakeholders (Carp et al., 2019). Social and environmental disclosure improves the company's image and allows various stakeholders to be aware of firm activities such as reducing pollution, protecting human rights, and helping the local community (Comyns et al., 2016).

Companies have been increasingly confronted with corporate

governance issues due to their decisive effect on sustainability and related disclosures. As the firm's main internal governance mechanism, the board of directors decides on the firm mission and policy and is responsible for safeguarding the stakeholders' interests. A strong board often engages with more corporate social responsibility (CSR) in response to external and internal pressures (Chang et al., 2017). The issue of board characteristics has attracted considerable interest in recent years from practitioners, policymakers, and researchers due, among others, to the international guidelines that emphasize the role of boards in achieving the United Nation's sustainable goals. Furthermore, the composition of the board of directors is a crucial issue in corporate governance as it determines the quality and influence of its actions (Boukattaya and Omri, 2021). This nexus has become the topic of lively debate in the recent corporate literature (Swarnapali, 2018).

The present work explores how corporate environmental sustainability reporting might be affected by the board of directors' characteristics, namely gender diversity, board size, board independence, duality, and the presence of a CSR committee in the French context. It answers the following research question: What is the relationship between board characteristics and environmental sustainability reporting?

The recent literature has examined the link between corporate governance mechanisms- particularly board of directors characteristics- and corporate performance in terms of CSR (e.g., Boukattaya and Omri, 2021). Despite this literature on the relationship between board composition and CSR, little is known about how board composition affects sustainability disclosure. This paper fills this gap in the literature by investigating how corporate governance characteristics affect sustainability disclosure. A better understanding of these relationships is important and requires further research to assess better the impact of corporate

governance best practices recommendations on sustainability disclosure in the business world (Cucari et al., 2017). In doing so, this study extends traditional board characteristics research. It provides a snapshot of the potential relationship between board composition and environmental sustainability disclosure in 71 French-listed firms covered over 2010–2018.

The motivation for the current study arises from the French regulation regarding reporting information about the environment. The French context has a specific regulatory framework for environmental disclosure. The last few years have witnessed increased environmental regulations and more guidelines requiring companies to disclose more sustainability information. France is considered a pioneer in enacting legislation for mandatory social and environmental disclosure and has ‘explicit mandatory’ corporate environmental disclosure standards. In other words, France has put sustainable development at the heart of the country’s priorities, particularly regarding sustainability reporting (Mnif Sellami et al., 2019).

This study contributes to the previous literature in several ways. First, it adds to the literature on the relationship between corporate governance and CSR (e.g., Cucari et al., 2017), particularly sustainability disclosure. Prior research on sustainability is rather limited. However, shareholders require increased transparency about CSR activities and the board remains the ultimate responsible for CSR. Accordingly, our research focuses on the role of women, the CSR committee, and the board size in environmental sustainability reporting. Consistent with previous studies on sustainability disclosure, we consider corporate governance a central factor that impacts sustainability disclosures (Mohamed et al., 2014; Cucari et al., 2017; Masud et al., 2018; Crifo et al., 2019). Furthermore, understanding how corporate governance determines environmental sustainability scores is essential

since sustainable reporting data enhance transparency, improve stakeholders' ability to assess the non-financial dimensions of firm performance, and help the market praise companies that engage in sustainable development initiatives.

The remainder of this paper is organized as follows. Section 2 presents the theoretical framework, reviews the empirical literature, and develops the hypotheses. Section 3 outlines the research methodology. The empirical findings, the discussions, and the robustness checks are presented in the penultimate section. The last section concludes.

2. LITERATURE REVIEW AND HYPOTHESES DEVELOPMENT

This study identifies potential board characteristics that might affect corporate sustainability reporting. Specifically, it examines how gender diversity, the board size, board independence, the existence of a CSR committee, and duality influence the firm's decision to provide environmental sustainability reports.

Gender diversity and environmental sustainability reporting

Gender diversity is a significant issue not only for scholars but also for politicians. It refers to an appropriate mix of male and female executives on the board of directors. Zeeshan et al. (2018) argue that board diversity in an organization is a central mechanism for corporate governance that enhances management effectiveness. Board diversity improves the quality of corporate strategic decisions that enable better company performance and act as an incentive that drives firms toward making more meaningful corporate sustainability disclosures (Swarnapali, 2018). Some authors consider that homogeneous groups solve problems the same way and, therefore, repeat assessment errors, which is less

likely in heterogeneous groups. Hence, diversity is appreciated as a source of wealth for the company (Boukattaya and Omri, 2021).

UN 2030¹ Agenda for Sustainable Development declares the importance of women on board for more sustainable communities and nations. Thus, the role of women on the boards has been proven to spur sustainability performance and disclosure in some countries (Fernandez et al., 2014). Moreover, resource dependence theorists argue that female directors are more likely to disclose sustainability-related information than their male counterparts. Prior works have focused on the relationship between women on the board and sustainability reporting (e.g., Gallén and Peraita, 2017; Swarnapali, 2018; Zeeshan et al., 2018) as well as social and environmental disclosure, but mixed results have been noted. For instance, Swarnapali (2018) reveals a significant positive relationship between women's board representation and corporate sustainability practices. This is consistent with Gallén and Peraita (2017), who assert that companies in countries with feminine orientation have more sustainability reporting, and Mahmood et al. (2018), who argue that the presence of women on the board comes with economic and environmental sustainability. Modiba and Ngwakwe (2017) find a significant relationship between women on the board and energy and social disclosure and conclude that women on boards contribute immensely to corporate environmental consciousness and have the veritable potential to improve sustainable corporate development.

Although most previous studies find that board gender diversity positively impacts CSR performance, others show that it has a limited or negative influence (e.g., Zeeshan et al. (2018) and Mutta-kin et al. (2015)). Similarly, Cucari et al. (2017) show a negative link

¹ The UN 2030 Agenda for Sustainable Development, launched in 2015, is a historic decision for a comprehensive, far-reaching, and people-centered set of universal and transformative goals and targets to be implemented within 2030, where the role of women in corporate governance is clearly emphasized.

between environmental, social, and governance (ESG) disclosure and diversity of the board of directors in Italian-listed companies. This result is consistent with Mohamed et al. (2014), who reveal that a higher number of women on the board is related to worsening social disclosure. The reason could be the minor proportion of women on the board: the mere presence of a single female director does not mean that she can effectively influence the board's decisions (Cucari et al., 2017). Similarly, Fernandez-Feijoo et al. (2014) highlight that at least three women must be on the board to positively and significantly impact sustainable and corporate governance. Other studies, such as Giannarakis (2014) and Masud et al. (2018), support the idea that there are no gender differences in attitudes toward CSR issues. They conclude that sustainability reporting is not affected by gender diversity. Based on this discussion, the first hypothesis is stated as follows:

Hypothesis 1: *Gender diversity has a significant relationship with environmental sustainability reporting.*

Board Size and Environmental Sustainability Reporting.

Board size refers to the number of inside and outside directors on a corporate board. Larger boards are more likely to have access to a wider range of resources and opportunities than smaller ones (Mohamed et al., 2014). Zeeshan et al. (2018) assert that larger boards can obtain many resources at a low cost, resulting in better performance. They offer diverse knowledge and expertise to mitigate principal-agent conflict and bring different perspectives into the organization. Moreover, a large board can have more expert directors who can readily handle numerous challenging problems, like pollution, biotechnology, and media visibility; and interact with diverse stakeholders, such as advocacy organizations and government regulators. Furthermore, more directors on the board give broader access to various stakeholders and minimize threats

and insecurity by facilitating the disclosure of financial, social, and environmental information (Chang et al., 2017).

The empirical evidence for the relationship between board size and sustainability disclosure is mixed. Most extant studies establish a positive relationship between board size and sustainability disclosure. Thus, the level of corporate disclosure is high in companies with large boards (Mohamed et al., 2014). According to Jangu et al. (2014), large boards have more influence on sustainability issues. Recent studies by Swarnapali (2018) and Masud et al. (2018) assert that board size is positively and significantly associated with sustainability disclosure and environmental sustainability reporting performance, respectively. Similarly, Zeeshan et al. (2018) report a positive and significant correlation between board size and all three dimensions of sustainability reporting (economic, environmental, and social). These findings are consistent with Mohamed et al. (2014), who find a positive relationship between board size and sustainability reporting in Srilankan, Pakistani, Indian, and Latin American companies.

Other studies reveal a negative relationship between board size and the level of CSR reporting (e.g., Htay et al., 2012), as large boards might create communication and coordination problems among the different directors. In contrast, other researchers find no significant relationship between board size and sustainability disclosure. This finding is consistent with a more recent study by Cucari et al. (2017), who argue that board size is not associated with environmental, social, and governance disclosure. In this study, we expect environmental sustainability reporting to be significantly related to board size.

Hypothesis 2: *Board size has a significant relationship with*

environmental sustainability reporting.

Board independence and Environmental Sustainability Reporting

Board independence is an essential corporate governance mechanism (Swarnapali, 2018). Outside directors are generally known as professionals who display, manipulate, and supervise managers and provide pertinent pointers and advice for making decisions on environmental performance (Chang et al., 2017). The presence of independent outside directors may not only enhance efficiency for shareholders by mitigating agency conflicts but also enhance legitimacy by acting as representatives of different stakeholder groups. Moreover, Zeeshan et al. (2018) argue that independent directors are more likely to take initiatives to enhance the company's sustainability performance. This strengthens the board and enhances the likelihood of providing more voluntary disclosure in the companies' annual reports.

Muttakin et al. (2015) reveal that an independent director positively and significantly impacts corporate disclosure. Several studies (e.g., Chang et al., 2017) find that board independence is positively connected with CSR disclosures. Furthermore, Swarnapali (2018) indicates that board independence is positively and significantly associated with sustainability disclosure. This finding is consistent with Masud et al. (2018), who also find a positive relationship between independent directors and environmental sustainability reporting performance. Cucari et al. (2017) indicate that the percentage of independent directors seems to be a substantial factor in explaining the ESG disclosure score. While some researchers (Mohamed et al., 2014) find no association between board independence and sustainability reporting, others (e.g., Zeeshan et al., 2018) argue that board independence is negatively related to all three aspects of sustainability disclosure. Based on these arguments, we anticipate a significant relationship between

independent directors and environmental sustainability reporting.

Hypothesis 3: *Board independence has a significant relationship with environmental sustainability reporting.*

CSR Committee and Environmental Sustainability Reporting.

A CSR committee is an important corporate governance mechanism for any organization. It ensures that social responsibility and sustainability are embedded into the organization's strategic management process and that companies discharge their CSR obligation toward the stakeholders (Zeeshan et al., 2018). According to prior researchers (e.g., Miras Rodríguez and Di Pietra, 2018), establishing a CSR committee is considered a corporate governance tool that improves sustainability disclosure. Moreover, Masud et al. (2018) suggest that an independent board committee guarantees power decentralization and enlarges responsibility, thereby minimizing agency problems. Its creation may also improve the interaction with various stakeholders. Thus, putting in place a CSR committee is seen as a means of dealing with stakeholders' demands and gaining greater legitimacy in the community where a firm operates.

Prior studies have indicated a positive relationship between the existence of a committee responsible for social and environmental issues on CSR. Likewise, Zeeshan et al. (2018) find that the CSR committee positively relates to all sustainability dimensions (environmental, social, and economic). Moreover, Peters and Romi (2013) find that companies with environmental committees are likely to publish their environmental responses. Alternatively, Masud et al. (2018) argue that a CSR or environmental committee does not significantly affect environmental sustainability reporting performance. Based on these mixed results, this study expects that the CSR committee significantly impacts sustainability disclosure.

Hypothesis 4: *CSR Committee has a significant relationship*

with environmental sustainability reporting.

Dual leadership and Environmental Sustainability Reporting.

CEO duality is the practice of one person serving both as a firm's CEO and board chair. The CEO is a firm's chief strategist, who is in charge of initiating and implementing company-wide plans and policies, while the role of the chairperson is to ensure that the board works effectively in advising and monitoring the CEO. The agency theory supports separating the two functions because the concentration of both of them in one person leads to possible power abuse, undermining the board's independence and reducing its power. Hence, the excessive concentration of power may lead to ineffective and opportunistic behavior. Previous researchers (e.g., Mohamed et al., 2014; Swarnapali, 2018) found a positive relationship between CEO duality and sustainability reporting. Based on these arguments, we set our fifth hypothesis as follows:

Hypothesis 5: *Dual leadership has a significant relationship with environmental sustainability reporting.*

3. RESEARCH METHODOLOGY

3.1. Data and sample

We use the SBF 120 index to collect data on all French-listed companies between 2010 and 2018. We focus on the SBF120 companies because they represent the 120 most actively traded stocks on the Paris Stock Exchange. Financial and regulated utility firms (SIC codes 6000–6999 and 4900–4999) are excluded since they are subject to special governance and accounting standards (243 observations). Furthermore, we eliminate firms with incomplete data (198 observations) and exclude outlier observations. A total of 638 firm-year observations are obtained for a final sample of

71 firms. Our final sample was retrieved from the GRI database (Comyns, 2016). There are different versions of the GRI Guidelines applied in reports, namely the GRI – G1 (published in 2000), GRI – G2 (published in 2002), GRI – G3 (published in 2006), GRI – G3.1 (published in 2011), GRI – G4 (published in 2013 and valid until 30 June 2018), and GRI – Standards (published in 2016 and are currently valid). In our study, we referred to the G3, G3.1, and G4 reports from 2010 to 2018, which have the best data presentation compared to the other versions of the guidelines (Masud et al., 2018). The data on corporate governance-related variables are from the Bloomberg database. Financial and firm characteristics data are from the Thomson Reuters Datastream database.

3.2. Variable of interest

Several proxies have been used for environmental disclosure (Giannarakis et al., 2020). Thomson Reuters offers an environmental score index to measure the company's environmental impact. Some studies use an environmental index based on GRI sustainability reporting guidelines to measure environmental reporting. Another sustainable disclosure index was calculated by Bloomberg, incorporating three different disclosure dimensions, namely environmental, social, and governance. Each disclosure item measures the degree of sustainable disclosure based on predetermined items. The disclosure score is based on 100 out of 219 raw data points that Bloomberg collects, reflecting GRI guidelines (Giannarakis et al., 2020). Following Giannarakis et al. (2020), we proxy environmental disclosure levels in this study using the environmental dimension of Bloomberg ESG disclosure. Consequently, the dependent variable takes the values 1 or 0 in the presence or absence of environmental disclosure.

3.3. Independent variables

Five board-specific independent variables were identified. The proportion of women on the board of Directors measures female representation in the board. It is the ratio of the total number of female directors to the total number of board members (Zeeshan et al., 2018). In line with the previous studies (e.g., Miras-Rodríguez and Di Pietra, 2018; Zeeshan et al., 2018), board size is measured by the total number of directors on the board. Board independence is proxied by the proportion of independent directors to total directors (Muttakin et al., 2015; Zeeshan et al., 2018; Swarnapali, 2018). CSR committee is a dummy variable that takes the value one if there is a CSR committee and zero otherwise (Zeeshan et al., 2018). Dual leadership is measured by a dummy variable taking the value 1 when the board's chair is also the CEO of the firm and 0 otherwise (Miras-Rodríguez and Di Pietra, 2018).

3.4. Control variables

Following previous empirical studies in sustainable reporting, such as Carp et al. (2019), we introduce five firm-specific variables as the control variables: firm size, profitability, age, leverage, and sensitive industry. Table 1 presents how all the variables are measured.

Table1: description and measurement of dependent, independent and control variables

| Variable description | Measurement and references |
|--|--|
| Dependent variable | |
| <i>Environmental Sustainability reporting</i> | Bloomberg ESG disclosure proxy taking the values 1- 0 in the presence or absence of environmental sustainability disclosure. |
| Independent variables | |
| <i>Gender diversity</i> | Proportion of female directors to total Directors on the board (Zeeshan et al., 2018) |
| <i>Board Size</i> | Total number of directors belonging to the board (Miras-Rodríguez M. & Di Pietra, 2018; R., Zeeshan et al., 2018) |
| <i>Board independence</i> | Proportion of independent directors to total directors (Zeeshan et al., 2018; Muttakin et al., 2015; Swarnapali N, 2018, shamil et al., 2014) |
| <i>CSR Committee</i> | A dummy variable that takes the value 1 if there is a CSR Committee and zero otherwise (Amran et al. 2014; Zeeshan et al., 2018) |
| <i>Dual leadership</i> | A dummy variable, marked “1” if the CEO was also the chairman of the board and “0” otherwise (Hafsi and Turgut 2013, Miras-Rodríguez M. & Di Pietra R., 2018). |
| Control variables | |
| <i>Firm Size</i> | The natural logarithm of total assets (Wijethilake et al., 2015; Liao et al., 2015; Swarnapali N., 2018 and Mihai C. et al., 2019) |
| <i>Firm Listing Age</i> | Natural logarithm of the number of listed years (Ling and Sultana, 2015, Swarnapali N., 2018) |
| <i>Firm Profitability</i> | The return on equity (ROE) (Hafsi & Turgut, 2013 and Swarnapali N., 2018) |
| <i>Leverage</i> | A ratio of total debt to total assets (Ling and Sultana, 2015; Muttakin et al., 2015; swarnapali N., 2018) |
| <i>The environmentally Sensitive industry</i> | A dummy variable taking the value 1 if the company belongs to sensitive sectors and 0 otherwise (Mihai C. et al., 2019, swarnapali N., 2018, Shamil et al. 2014; Giannarakis, 2014; Bachoo, K et al., 2013 and Hafsi and Turgut, 2013) |

3.5 Model

The regression analysis tests the relationship between the board characteristics and the corporate environmental sustainability disclosure. We apply the random effect regression model below, where t denotes time series data. ESR denotes environmental sustainability reporting. The following model was identified:

$$\begin{aligned} ESR_{i,t} = & \alpha_0 + \alpha_1 * \text{Gender diversity}_{i,t} + \alpha_2 * \text{Board Size}_{i,t} + \alpha_3 * \text{Board} \\ & \text{independence}_{i,t} + \alpha_4 * \text{CSR Committee}_{i,t} + \alpha_5 * \text{CEO Duality}_{i,t} + \\ & \alpha_6 * \text{Firm Size}_{i,t} + \alpha_7 * \text{Firm Listing Age}_{i,t} + \alpha_8 * \text{Firm Profitability}_{i,t} \\ & + \alpha_9 * \text{Leverage}_{i,t} + \alpha_{10} * \text{Sector Sensitivity}_{i,t} + \mu_{i,t} \end{aligned}$$

4. EMPIRICAL FINDINGS

4.2 Descriptive Statistics

Table 2 provides the descriptive statistics: the minimum, maximum, mean, and standard deviation of all the study's variables. The sample firms' mean of environmental sustainability reporting during the study period is around 0.521, with wide variability in environmental sustainability reporting. The same table shows that the mean of the board gender diversity is 0.202, with minimum and maximum values of 0 and 0.8, respectively. The board size has an average value of 17.790, ranging between 6 and 28. The average board independence is 0.781, with minimum and maximum values of 0.065 and 1, respectively.

Table 2: descriptive statistics for dependent, independent and control variables

| Variables | N | Mean | Standard deviation | Minimum | Maximum |
|--|-----|--------|--------------------|---------|---------|
| Dependent variable | | | | | |
| ESR | 638 | 0.521 | 0.487 | 0 | 1 |
| Independent variables | | | | | |
| Gender diversity | 638 | 0.202 | 0.129 | 0 | 0.8 |
| Board size | 638 | 17.790 | 6.321 | 6 | 28 |
| Board independence | 638 | 0.781 | 0.004 | 0.065 | 1 |
| CSR committee | 638 | | | 0 | 1 |
| Dual leadership | 638 | | | 0 | 1 |
| Control variables | | | | | |
| Firm size | 638 | 4.523 | 0.527 | 2.924 | 7.845 |
| Firm listing age | 638 | 22.414 | 8.976 | 14 | 46 |
| Firm profitability | 638 | 0.072 | 0.247 | -2.207 | 1.173 |
| Leverage | 638 | 0.273 | 0.127 | 0.001 | 0.664 |
| Environmentally sensitive industry | 638 | | | 0 | 1 |
| ESRS= Environmental sustainability reporting score | | | | | |
| CSR committee= Corporate social responsibility committee or environmental committee or sustainability committee | | | | | |

4.2. Univariate analysis

4.2.1. Non-parametric tests.

We conduct non-parametric tests. The common principle to these tests is to substitute the values taken by the studied variables for their ranks obtained by ranking (or even inter-ranking) all the observed values, representing many sub-populations to be compared. Scores are then calculated from the environmental disclosure score ranks, and tests based on these scores are applied. An S-statistic, which is the sum of ranks in the group of companies for each reported element in the environmental information category, is calculated. Then a variance is also calculated. It corresponds to the variance of the ranks within each group of companies under the assumption

of an identical distribution between the two groups. The question is then to know if the differences observed in the sub-samples bear with a sufficiently low risk of error (risk of first alpha species) the hypothesis of homogeneity of the corresponding sub-populations (H0) or if, conversely, they contradict it (H1). Table 3 summarizes the results of the non-parametric tests of board-related variables.

Table 3: summary of the results of non-parametric tests of Board related Variables

| Variables : | ** Gender diversity | **Board Size | **Board independence | ** CSR Committee | ** Dual leadership |
|--|----------------------------|---------------------|-----------------------------|-------------------------|---------------------------|
| <i>Nb of observations ESRS=0</i> | 358 | 358 | 358 | 358 | 358 |
| <i>Nb of observations ESRS=1</i> | 280 | 280 | 280 | 280 | 280 |
| Tests : | | | | | |
| Mann-Whitney Wilcoxon test (score ESRS) | | | | | |
| <i>Statistique (S)</i> | 3635.0 | 14854.0 | 24763.0 | 20876.0 | 1236.0 |
| <i>Approximation normale Z*</i> | 6.874 | 0.163 | 6.574 | 1.174 | 9.354 |
| <i>Pr\geqZ(unilateral)</i> | 0.001 | 0.667 | 0.007 | 0.337 | 0.000 |
| Kruskal-Wallis test | | | | | |
| <i>Chi2</i> | 6.874 | 0.196 | 4.387 | 3.204 | 4.862 |
| <i>DL</i> | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| <i>Pr\geqChi2</i> | 0.001 | 0.752 | 0.062 | 0.079 | 0.052 |

**Z is the 1% threshold decision rule*

***Board related variables*

- *Gender diversity*: To test the hypothesis regarding gender diversity variability for the two environmental disclosure scores (ESRS=0/ ESRS=1), we use the Mann-Whitney Wilcoxon test on the two environmental disclosure scores broken down by gender diversity. The aim is to determine the extent to which gender diversity changes from one environmental disclosure score to another (ESRS=0/ ESRS=1). The rank test by the environmental disclosure scores shows that the average score below the median for companies with an ESRS=0 is 0.384, while that for companies with an ESRS=1

is 0.396. The Mann-Whitney Wilcoxon test is significant at the 1% threshold ($p < 0.0015$). The Kruskal-Wallis test displays a Chi2 value of 6.874 with a $p < 0.001$. This finding suggests that the difference in gender diversity between the two environmental disclosure scores is statistically significant.

- *Board Size*: The test on rank scores gives an average of 0.474 for ESRS=0 and 0.508 for ESRS=1. The result of the Mann-Whitney Wilcoxon test is statistically insignificant.

- *Board independence*: As for board independence, the Mann-Whitney Wilcoxon test shows a significant difference between the two selected samples ($p < 0.007$). This finding means that board independence does not have the same effect on the two environmental disclosure scores. The test confirms the rejection of the null hypothesis at a risk of 10% ($p < 0.062$). The hypothesis that board independence significantly affects the environmental disclosure score is validated.

- *CSR Committee*: Mann-Whitney Wilcoxon's test indicates a significant difference between the two environmental disclosure scores at the 10% threshold ($p < 0.079$).

- *Dual leadership*: As for dual leadership, the Mann-Whitney Wilcoxon test shows a very significant difference between the two environmental disclosure scores ($p < 0.000$). The rejection of the null hypothesis is significant at the 1% threshold. Thus, we confirm the difference between dual leadership in the two environmental disclosure scores. The results of the non-parametric tests of the control variables are summarized in Table 4.

Table 4: summary of the results of non-parametric tests of Control Variables

| Variables : | Firm Size | Firm Listing Age | Firm Profitability | Leverage | Sector of Activity |
|------------------------------------|------------------|-------------------------|---------------------------|-----------------|---------------------------|
| <i>Nb of observations ESRS=0</i> | 358 | 358 | 358 | 358 | 358 |
| <i>Nb of observations ESRS=1</i> | 280 | 280 | 280 | 280 | 280 |
| Tests : | | | | | |
| Wilcoxon test (score ESRS) | | | | | |
| <i>Statistique (S)</i> | 268 | 162 | 1225.0 | 1844.0 | 1754.33 |
| <i>Approximation normale Z*</i> | 13.874 | 24.16 | 8.785 | 9.622 | 9.837 |
| <i>Pr_≥Z(unilateral)</i> | 0.000 | 0.0001 | 0.003 | 0.000 | 0.000 |
| Kruskal-Wallis test | | | | | |
| <i>Chi2</i> | 0.152 | 20.014 | 19.785 | 9.875 | 26.688 |
| <i>DL</i> | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| <i>Pr_≥Chi2</i> | 0.636 | 0.000 | 0.000 | 0.000 | 0.000 |

4.2.2. Correlation Analysis

The correlation analysis is important because a high correlation between variables could cause the multicollinearity problem, making the econometric estimates or the interpretation of results difficult. We find a strong correlation between the environmental sustainability reporting score and gender diversity (-0.542) and board Size (0.485). We also note that there is no correlation between board Size and the control variables but a high correlation between some control variables and the environmental sustainability reporting score (the correlation coefficient between firm size and the environmental sustainability reporting score is 0.66 and between leverage and the environmental sustainability reporting score is 0.658). Tabachnick and Fidell (2001) suggest that multicollinearity may be problematic when the independent variables' correlation is 0.90 or above. The correlation between dual leadership and leverage is 0.015; consequently, the variable duality will be eliminated.

Table 5: The Pearson correlation matrix, VIF

| | ESR score | (1) | (2) | (3) | (4) | (5) | (6) | (7) | (8) | (9) | (10) | VIF |
|----------------------------|-----------|--------|---------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|-------|
| ESR score | 1.0000 | | | | | | | | | | | - |
| Env sensitive Industry (1) | -0.334 | 1.0000 | | | | | | | | | | 0,066 |
| Leverage (2) | 0.658 | -0.227 | 1.0000 | | | | | | | | | 0,084 |
| Firm profitability (3) | 0.129 | -0.075 | 0.0006 | 1.0000 | | | | | | | | 0,228 |
| Firm listing age (4) | 0.338 | -0.275 | -0.023 | -0.001 | 1.0000 | | | | | | | 0,129 |
| Firm size (5) | 0.669 | -0.038 | 0.259 | -0.022 | -0.068 | 1.0000 | | | | | | 0,234 |
| Dual leadership (6) | 0.090 | 0.187 | -0.015 | 0.039 | -0.067 | 0.204 | 1.0000 | | | | | - |
| CSR Committee (7) | 0.122 | -0.154 | 0.132 | 0.095 | 0.094 | -0.123 | -0.039 | 1.0000 | | | | 0,296 |
| Board Independence (8) | 0.098 | -0.168 | -0.128 | -0.018 | -0.016 | -0.189 | -0.227 | -0.086 | 1.0000 | | | 0,387 |
| Board size (9) | 0.485 | 0.0452 | -0.074 | 0.045 | 0.192 | 0.066 | -0.009 | 0.058 | -0.205 | 1.0000 | | 0,194 |
| Gender diversity (10) | -0.542 | 0.0588 | -0.0813 | -0.025 | 0.132 | 0.103 | 0.0547 | 0.006 | -0.189 | 0.146 | 1.0000 | 0.365 |

4.3. Multivariate Analysis

4.3.1. Endogeneity, autocorrelation, and heteroscedasticity analysis

The results obtained from the linear regressions are presented in Table 6. Before presenting the linear regression results, it seems essential to check the endogeneity of the model's variables. The coefficient of determination (R^2 within=38.50%) is close to those generally observed in panel data studies, and the Chi 2 test is highly significant (p -value=0.000). We conduct the Ramsey Reset specification test that provides a Fisher statistic of 1.63 with a probability value higher than 0.05 (Prob > F = 0.184). This finding implies that our model is well-specified. Also, we test the correlation of the individual effects and the explanatory variables using the Hausman specification test and conclude that the fixed effects model is more suitable than the random effects model since the p -values are clearly below 0.05 ($\chi^2 = 54.88$,

$p = 0,000$). Furthermore, the results of the Breusch-Pagan test show that errors are heteroscedastic (The $\chi^2 = 43.48$ and the p -value = $0,000$). Therefore, our regression would be estimated by the Generalized Least Squares (GLS) method to correct for heteroscedasticity.

4.3.2. Results and discussion

Table 6 presents the results of the regression analyses. The model is globally relevant as the Wald chi-square is significant at the 1% level. Generally, this result indicates the substantial influence of corporate governance on corporate environmental sustainability reporting. Therefore, the board of directors is an essential determinant of disclosure policies: it is responsible for handling and providing information to stakeholders not only for purely financial but for environmental concerns as well.

Table 6: Regression' recapitulative

| Variables | Coefficient | t-stat | Significance level |
|------------------------------|-------------|---------|--------------------|
| Independent variables | | | |
| Gender diversity | -0.452** | -2.47 | 0.021 |
| Board Size | 0.184* | 1.72 | 0.084 |
| Board independence | 0.017 | 1.57 | 0.228 |
| CSR Committee | 0.651*** | 4.68 | 0.000 |
| Control variables | | | |
| Firm Size | -0.256** | -2.47 | 0.018 |
| Firm Listing Age | 1.471*** | 7.88 | 0.000 |
| Firm Profitability | 0.024 | 0.41 | 0.474 |
| Leverage | 0.177 | 1.44 | 0.206 |
| Env.Sensitive Industry | -0.251* | -1.74 | 0.069 |
| Constant | -0.387** | -3.21 | 0.002 |
| R ² within | | 0.385 | |
| Wald Chi ² | | 77.22 | |
| (p-value) | | (0.000) | |
| RR | | 1.69 | |
| (p-value) | | (0.177) | |
| Breusch-Pagan | | 45.31 | |
| (p-value) | | 0.000 | |

Notes ; *, **, *** indicate significance at 10 % level, 5 % level, and 1 % level, respectively

As can be seen from Table 6 and consistent with our expectations, board gender diversity has a significant relationship at the 5% threshold level with environmental sustainability reporting. The negative coefficient indicates that the higher the gender diversity on the board (more women on the board), the lower the chance to report information about sustainability or to have an environmental score in Bloomberg database, hence Hypothesis 1 is rejected. This result is consistent with prior studies (e.g., Mohamed et al. (2014); Muttakin et al., 2015; Cucari et al., 2017) but contradicts both the agency and the stakeholder theories, which posit a positive relationship between the presence of women on board and corporate disclosure. Moreover, many previous works (e.g., Gallén and Peraita, 2017; Zeeshan et al., 2018; Swarnapali, 2018; Giannarakis et al., 2020) argue that a gender-diverse board is viewed as a resource pool based on the assumption that higher diversity brings greater knowledge, expertise, and skills. However, our results suggest that being a woman director does not necessarily mean having a different outlook. Our negative result could depend on the trend of women's participation in French boards being as yet moderate compared to other contexts. Furthermore, such results show that the presence of women driven by regulatory pressures rather than expertise does not encourage and improve ESG disclosure (Cucari et al., 2017). Another possible explanation is that women in senior positions often face gender biases or stereotypes, restricting their ability to fully contribute to corporate strategy and control.

The model shows a positive and statistically significant relationship between board size and environmental sustainability disclosure (at a 10% significance level), supporting our second hypothesis. This finding means that companies with large boards are more likely to be involved in increased environmental information disclosure than those with smaller boards. Large boards are more likely to be diverse and have directors from different backgrounds, which may

lead the company to pay more attention to social responsibility issues. This result can also be explained by the possibility that the increase in the number of directors strengthens the control of managers and places more pressure on corporate executives to enhance corporate legitimacy. This result is in line with previous findings of Mohamed et al. (2014), Swarnapali (2018), Masud et al. (2018), and Mahmood et al. (2018), but inconsistent with Htay et al. (2012), who find a negative and significant relationship between board size and the level of CSR reporting.

The third hypothesis of our study explores the relationship between board independence and environmental sustainability reporting. The regression results show an insignificant positive coefficient. This implies that the independence of board members has no impact on environmental sustainability disclosure. Hence, the third hypothesis is rejected. These findings corroborate the results of previous works, namely Mohamed et al. (2014) and Boukattaya and Omri (2021), who find no association between independent directors and sustainability reporting. Yet, our findings contradict the results of Zeeshan et al. (2018), arguing that board independence was negatively associated with the three aspects of sustainability disclosures. The findings of Chang et al. (2017), Swarnapali (2018), and Masud et al. (2018) indicate that board independence is positively and significantly associated with sustainability disclosure. Such findings show that independent directors in France have no interest in reporting; they would rather focus on corporate financials than social performance.

The relationship between the existence of a sustainability/CSR committee on the board and environmental sustainability reporting is positive and statistically significant at 1%, with a positive coefficient of 0.651. The coefficient has the positive expected sign. Therefore, hypothesis 4 is accepted. Accordingly, the presence of a CSR and environmental committee enhances the environmental aspect of sustainability. These findings imply that

boards that include a CSR committee are better able to check and control management decisions about environmental sustainability issues and lead to increasing interest in these particular aspects of the governance system. Indeed, creating a CSR committee makes it possible to exploit the experience, skills, and knowledge of the committee members, who should play an important role in anchoring the CSR perspective in the organization's strategic direction and translating it into tangible actions (Boukattaya and Omri, 2021). This finding is in line with those of Zeeshan et al. (2018), Miras-Rodríguez et al. (2018), and Swarnapali (2018). However, it is inconsistent with the findings of Masud et al. (2018), who do not find a significant association between the two variables.

Among the control variables, our results show that the estimated coefficient of firm size is negative and significant at the 5% threshold level. An indication that small firms disclose more environmental information than large firms: small companies are characterized by more transparency and lower information asymmetry and are more likely to report information regarding sustainable development to gain legitimacy. Regarding the relationship between firm age and environmental sustainability reporting, our findings suggest that age affects such specific disclosure practices in France, indicating that old firms with long periods of activity in the marketplace and with great experience in collecting, processing, and reporting information act timely and disclose more transparent information to market activists than relatively new ones. These findings are consistent with those reported by Giannarakis et al. (2020). With regard to the environmentally sensitive industry, our findings demonstrate that there is a significant negative relationship. In other words, companies in sensitive sectors are less willing to disclose environmental information than those in non-sensitive sectors. Firm profitability and leverage are not significant factors in affecting environmental sustainability reporting.

4.3.3. Additional analysis

In this subsection, we check the robustness of the main findings by performing several sensitivity tests using alternative measures of corporate environmental sustainability reporting (CESR) in assessing its relationship with board characteristics. Following previous studies (Braam et al., 2016), we proxy CESR based on the GRI disclosure index, which is regarded as the most widely used set of global reporting regulations for sustainability reporting (Braam et al., 2016) and consists of six broad categories incorporating a total of 82 equally weighted disclosure items. Using content analysis, we scored the disclosure items dichotomously: 1 if disclosed and 0 if not.

$$\text{CESR score} = \frac{\text{(sum of all CESR items for firm } i \text{ in year } t)}{\text{(82 items)}}$$

For that reason, we re-ran our model. As can be seen from Table 7, the results are consistent. The testing results obtained and presented in Table 6 are consistent with those in Table 7; hence, our findings remain robust. Results show that corporate environmental sustainability reporting is negatively and significantly influenced by board gender diversity but positively associated with both board size and the presence of a CSR committee. Also, the results show no significant relationship between board independence and corporate environmental sustainability reporting.

5. CONCLUSION

The present study investigates the relationship between board characteristics, namely gender diversity, board size, board independence, CSR or environmental committee, CEO duality, and the level of environmental sustainability reporting. The results

show that board gender diversity negatively and significantly influences the disclosure behavior of French companies. We can, therefore, conclude that more women on the board of directors do not contribute to corporate environmental consciousness. Consequently, men are more inclined to meet social responsibility needs than their female counterparts. Furthermore, board size is positively associated with environmental sustainability reporting, thus enhancing environmental reporting. Fundamentally, this conclusion indicates that large boards can benefit from diversity and are associated with the capacity to foster effective monitoring to mitigate agency problems because they are more likely to have access to a wider range of resources and opportunities than smaller boards.

Moreover, we find that the presence of an environmental or a CSR committee has to enhance company transparency regarding environmental information disclosure. A CSR committee signals the effort to invest in better stakeholder management. This argument, coming mainly from stakeholder theory and its related hypothesis (H4), finds clear support in our findings where the CSR committee fosters environmental performance. Nevertheless, we find that board independence has no association with corporate environmental sustainability reporting.

Our results largely support the theoretical assertions of the agency theory, the stakeholder theory, the resource dependency theory, and the legitimacy theory regarding the board's role in enhancing sustainability performance. They suggest that a more diverse board is more likely to represent various stakeholders, leading to better CSR. In sum, our findings are in accordance with these theories and provide empirical support for firm legitimacy. First, we find that a CSR committee leads to disclosing more information related to environmental sustainability. Second, being a woman director does not necessarily mean having a different perspective or more concern for the natural environment than men

(Cucari et al., 2017). Our results also imply that effective internal governance mechanisms help firms meet sustainability goals and attain legitimacy. Therefore, it is socially desirable to have superior governance mechanisms for monitoring corporate behavior and fostering corporate sustainability. Our results recommend that the French firms consider encouraging the creation of an environmental or CSR committee.

The findings of this study have significant implications for the different stakeholders, policymakers, as well as regulatory bodies interested in improving corporate governance initiatives to reduce agency costs and enhance corporate transparency, as it recommends thinking about implementing a generally accepted framework of non-financial reporting to meet the demand for more transparency and accountability. Indeed, shareholders are provided with a framework to reduce agency costs since the determinants of environmental information can restrain managers from opportunistic behaviors protecting thus firm resources. In addition, our findings specify, for investors, the characteristics of the board that could potentially increase transparency. Consequently, by understanding the determinants of environmental disclosure, investors can customize their portfolios to include firms with a high level of transparency, leading to lower agency costs and preventing the potential discount value of the firm. Furthermore, policymakers that aim at formulating corporate transparency should revise the existing corporate governance programs to the specific and distinct characteristics proposed by this study. Also, regulatory bodies could tailor their reporting formats consistent with the proposed critical determinants urging firms to follow particular corporate governance practices. For example, our results could be interesting for French regulation bodies. The French law requires the inclusion of independent and women directors on boards. We show an insignificant influence of independent directors but not for women. Thus, having a

gender-diverse board according to the law does not necessarily encourage them to bring a different CSR perspective (Cucari et al., 2017).

The present work has interesting managerial implications: It helps understand the dynamics that affect a company's social performance and can be useful for managers in strategically guiding their firm's social performance (Boukattaya and Omri, 2021). Moreover, managers can use environmental information in sustainability reports to obtain accurate knowledge of a company's sustainability efforts rather than relying on third parties. Furthermore, board size seems to increase the likelihood of environmental disclosure. Firms may be well advised to consider increasing the size of their boards, and, thereby, finding the optimal board size would be a pertinent research project.

REFERENCES

- Boukattaya, S., & Omri, A. (2021). Impact of board gender diversity on corporate social responsibility and irresponsibility: Empirical evidence from France. *Sustainability*, 13(9), 4712.
- Braam, G. J., de Weerd, L. U., Hauck, M., & Huijbregts, M. A. (2016). Determinants of corporate environmental reporting: The importance of environmental performance and assurance. *Journal of Cleaner Production*, 129, 724-734.
- Carp, M., Păvăloaia, L., Afrăsinei, M. B., & Georgescu, I. E. (2019). Is sustainability reporting a business strategy for firm's growth? Empirical study on the Romanian capital market. *Sustainability*, 11(3), 658.
- Chang, Y. K., Oh, W. Y., Park, J. H., & Jang, M. G. (2017). Exploring the relationship between board characteristics and CSR: Empirical evidence from Korea. *Journal of Business Ethics*, 140, 225-242.
- Comyns, B. (2016). Determinants of GHG reporting: an analysis of global oil and gas companies. *Journal of Business Ethics*, 136, 349-369.
- Crifo, P., Escrig-Olmedo, E., & Mottis, N. (2019). Corporate governance as a key driver of corporate sustainability in France: The role of board

- members and investor relations. *Journal of Business Ethics*, 159, 1127-1146.
- Cucari, N., Esposito de Falco, S., & Orlando, B. (2018). Diversity of board of directors and environmental social governance: Evidence from Italian listed companies. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 25(3), 250-266.
- De Villiers, C., Naiker, V., & Van Staden, C. J. (2011). The effect of board characteristics on firm environmental performance. *Journal of Management*, 37(6), 1636-1663.
- Fernandez-Feijoo, B., Romero, S., & Ruiz-Blanco, S. (2014). Women on boards: do they affect sustainability reporting? *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 21(6), 351-364.
- Gallén, M. L., & Peraita, C. (2017). The relationship between femininity and sustainability reporting. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 24(6), 496-508.
- Giannarakis, G. (2014). The determinants influencing the extent of CSR disclosure. *International Journal of Law and Management*, 56(5), 393-416.
- Giannarakis, G., Andronikidis, A., & Sariannidis, N. (2020). Determinants of environmental disclosure: investigating new and conventional corporate governance characteristics. *Annals of Operations Research*, 294, 87-105.
- Htay, S. N. N., Rashid, H. M. A., Adnan, M. A., & Meera, A. K. M. (2012). Impact of corporate governance on social and environmental information disclosure of Malaysian listed banks: Panel data analysis. *Asian Journal of Finance & Accounting*, 4(1), 1-24.
- Jangu, T., Darus, F., Zain, M. M., & Sawani, Y. (2014). Does good corporate governance lead to better sustainability reporting? An analysis using structural equation modeling. *Procedia-Social and Behavioral Sciences*, 145, 138-145.
- Junior, R. M., Best, P. J., & Cotter, J. (2014). Sustainability reporting and assurance: A historical analysis on a worldwide phenomenon. *Journal of Business Ethics*, 120, 1-11.
- Lys, T., Naughton, J. P., & Wang, C. (2015). Signaling through corporate accountability reporting. *Journal of Accounting and Economics*, 60(1), 56-72.

- Mahmood, Z., Kouser, R., Ali, W., Ahmad, Z., & Salman, T. (2018). Does corporate governance affect sustainability disclosure? A mixed methods study. *Sustainability*, 10(1), 207.
- Masud, M. A. K., Nurunnabi, M., & Bae, S. M. (2018). The effects of corporate governance on environmental sustainability reporting: Empirical evidence from South Asian countries. *Asian Journal of Sustainability and Social Responsibility*, 3, 1-26.
- Miras-Rodríguez, M. D. M., & Di Pietra, R. (2018). Corporate Governance mechanisms as drivers that enhance the credibility and usefulness of CSR disclosure. *Journal of Management and Governance*, 22, 565-588.
- Mnif Sellami, Y., Dammak Ben Hlima, N., & Jarboui, A. (2019). An empirical investigation of determinants of sustainability report assurance in France. *Journal of Financial Reporting and Accounting*, 17(2), 320-342.
- Modiba, E. M., & Ngwakwe, C. C. (2017). Women on the corporate board of directors and corporate sustainability disclosure. *Corporate Board: Role, Duties and Composition*, 13(2), 32-37.
- Mohamed, S., Junaid, M., Ho, P. L., & Krishnan, A. (2014). The influence of board characteristics on sustainability reporting Empirical evidence from Sri Lankan firms. *Asian Review of Accounting*, 22(2), 78-97.
- Muttakin, M. B., Khan, A., & Subramaniam, N. (2015). Firm characteristics, board diversity, and corporate social responsibility: Evidence from Bangladesh. *Pacific Accounting Review*. 27 (3), 353-372
- Peters, G. F., & Romi, A. M. (2014). Does the voluntary adoption of corporate governance mechanisms improve environmental risk disclosures? Evidence from greenhouse gas emission accounting. *Journal of Business Ethics*, 125, 637-666.
- Swarnapali Rathnayaka Mudiyanseelage Nayana Chandani, (2018) "Board involvement in corporate sustainability reporting: evidence from Sri Lanka," *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*. 18(6), 1042-1056.

NOTE AUX AUTEURS

OBJECTIF ET CONTENUS DE LA REVUE

La Revue Française de Gouvernance d'Entreprise a pour objectif d'offrir de nouveaux espaces d'écriture et d'édition consacrés spécifiquement à la gouvernance d'entreprise. La gouvernance d'entreprise se situe au carrefour de plusieurs disciplines (sciences de gestion, sciences économiques, sciences juridiques, sciences politiques...). Elle peut être ainsi abordée de multiples manières. Les articles et les travaux présentés pourront donc, en fonction de leur domaine d'origine, adopter des cadres d'analyse et des méthodologies extrêmement divers.

Les contributions possibles sont en particulier des articles :

- d'analyse d'un phénomène ou d'une problématique particulière relevant de la gouvernance d'entreprise ;
- de points de vue sur des thématiques de la gouvernance ;
- de recherche apportant une contribution d'ordre théorique, conceptuel, méthodologique ou épistémologique ;
- des présentations d'une étude, d'un ouvrage ou d'un article (extrait d'une thèse de doctorat, ...) portant sur la gouvernance des entreprises. Ils informent sur les nouveautés, les questions pertinentes et les résultats des recherches les plus récentes. Ils constituent une veille scientifique pour les administrateurs, les chercheurs, les experts, la communauté scientifique et le monde des affaires en général.

Il est expressément demandé aux auteurs de respecter la procédure de soumission décrite ci-après. Par ailleurs, les articles proposés ne doivent pas avoir fait l'objet d'une publication antérieure en français dans une revue, dans un ouvrage collectif ou ailleurs. Ils ne doivent pas non plus être simultanément soumis en vue d'une contribution dans une autre publication.

RÈGLES DE PRÉSENTATION DES ARTICLES

La mise en page (format A4) devra prévoir des marges (supérieures, inférieures et latérales) de 2,5 cm. Le texte ne doit pas excéder 8 000 mots, y compris les notes de fin de document, la bibliographie et les annexes. Il sera écrit en Times New Roman (12 pts), en respectant une interligne de 1,5 pt et sera justifié (aligné à gauche et à droite). Les pages numérotées seront sans en-tête ni pied de page.

LES PREMIÈRES PAGES

Première page : non numérotée, elle comprendra uniquement :

- le titre de l'article (Times 18 gras) ;
- le(s) nom(s) de(s) auteur(s), leur(s) fonction(s) et leur(s) affiliation(s) (Times 14 gras) ;
- l'adresse postale et électronique, le téléphone et le fax de l'auteur à qui la correspondance doit être adressée (Times 12) ;
- un résumé à interligne simple d'environ 400 mots (2000 caractères avec espaces), contenant notamment pour les articles de recherche, l'objectif de la recherche, les éléments essentiels de son cadre théorique et méthodologique ainsi que ses principaux résultats (Times 12, justifié) ;

- un maximum de cinq (5) mots-clés (Times 12);
- l'indication de soumission de l'article au titre d'un article de recherche ou d'un article professionnel.

Deuxième page: elle ne contiendra que le titre de l'article et le résumé; elle ne doit pas mentionner le nom de l'auteur ou des auteurs.

LE CORPS DE LA COMMUNICATION

Le texte, en interligne un et demi, sera justifié (aligné à gauche et à droite) et doit être présenté de telle sorte que la hiérarchie des titres soit claire, ne dépassant pas 3 niveaux. Il est demandé aux auteurs :

- d'utiliser le logiciel Microsoft Word (y compris pour les titres et sous-titres),
- de ne pas souligner les titres et sous-titres,
- de limiter le nombre et la longueur des notes de bas de page, qui seront mises en fin de document si elles ne peuvent être insérées en bas du texte,
- d'insérer les tableaux et figures dans le texte aux bons endroits, avec un titre et être appelés dans le texte,
- en cas de figures créées au moyen de l'outil dessin de Word, de bien veiller à grouper les éléments,
- en cas de tableau ou de figure complexe, merci de fournir un fichier PDF à part,
- d'éviter dans la mesure du possible d'insérer des saisies écran ou des images inférieures à une qualité de 300 dpi et de fournir ces illustrations dans des fichiers séparés avec indicateur d'emplacement dans le texte. Les illustrations de type image devront être en niveau de gris.
- à la suite de l'article, de faire successivement apparaître :
 - les références bibliographiques, par ordre alphabétique des auteurs,
 - les éventuelles annexes désignées par des lettres,
- de citer les références dans le texte en mettant entre parenthèses les noms des auteurs et l'année de la référence. Les références ou citations de papiers non publiés sont à éviter.

Les références seront listées en fin d'article, sur une page séparée intitulée «Références», selon le standard suivant :

Pour un article:

Mintz, B., et Schwartz, M. (1981), Interlocking Directorates and Interest Group Formation, *American Sociological Review*, 6, 851–68.

Pour un chapitre dans un ouvrage:

Masterman, M. (1970), The Nature of a Paradigm, in I. Lakatos & A. Musgrave (dir.) *Criticism and the Growth of Knowledge*, Cambridge: Cambridge University Press, 59–89.

Pour un livre:

March, J. G. et H. A. Simon (1958), *Organizations*, New York: Wiley.

Il est souhaitable de limiter les références bibliographiques aux seules références correspondant au thème traité. Seuls seront soumis au Conseil scientifique de la revue les articles respectant strictement les règles de présentation ci-dessus.

ENVOI DE LA CONTRIBUTION

Le fichier doit être nommé de la façon suivante: votre nom, suivi de la première lettre de votre prénom et de l'extension .doc ou .rtf. Par exemple, Henri Fayol soumettrait le fichier fayolh.doc

Le fichier doit être envoyé par courrier électronique au secrétaire de la revue :

rfge@em-normandie.fr

en précisant comme objet du mail : envoi contribution RFGE

Important: en envoyant son fichier, l'auteur principal certifie que son projet de communication est original et qu'il n'est pas actuellement soumis (ou sur le point de l'être) en vue d'une participation dans une autre publication en français.

PROCÉDURE DE LECTURE

Les textes sont lus par deux chercheurs considérés par le comité de lecture de la publication comme compétents sur le sujet.

Les auteurs doivent impérativement s'assurer que le contenu de leur texte ne permet pas leur identification.

Les avis des membres du comité de lecture sollicités pour la relecture d'une contribution seront retournés aux auteurs au plus tard un mois avant la parution de la revue.

Trois situations pourront se présenter :

- acceptation sans modification ;
- acceptation sous réserve de modifications ;
- non-acceptation.

Important: en cas de non-acceptation, les auteurs seront avisés du motif de celle-ci et des suggestions du comité de lecture.

Certains articles soumis à la RFGE peuvent être, avant soumission au comité de lecture, jugés par le comité de rédaction comme étant hors ligne éditoriale ou trop centrés sur une thématique déjà abordée.
