



HAL
open science

Trois essais sur les conséquences et les enjeux stratégiques relatifs aux choix de la structure et de la composition du conseil d'administration

Sébastien Schepens

► **To cite this version:**

Sébastien Schepens. Trois essais sur les conséquences et les enjeux stratégiques relatifs aux choix de la structure et de la composition du conseil d'administration. Gestion et management. Université Polytechnique Hauts-de-France, 2023. Français. NNT : 2023UPHF0026 . tel-04498695

HAL Id: tel-04498695

<https://theses.hal.science/tel-04498695>

Submitted on 11 Mar 2024

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

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

Thèse de doctorat

Pour obtenir le grade de Docteur de

l'UNIVERSITÉ POLYTECHNIQUE HAUTS-DE-FRANCE

et de l'INSA HAUTS-DE-France

Sciences humaines et Humanités, spécialité Sciences de gestion.

Présentée et soutenue par Sébastien SCHEPENS

le 28 novembre 2023, à Valenciennes.

**École Doctorale Polytechnique Hauts-de-France (ED PHF n°635)
Laboratoire de Recherche Sociétés & Humanités (LARSH)**

**Trois essais sur les conséquences et les enjeux
stratégiques relatifs aux choix de la structure et
de la composition du conseil d'administration**

Président du jury :

URECHE-RANGAU Lorédana, Professeure des Universités, Université de Picardie Jules Verne.

Rapporteurs :

FOLUS Didier, Professeur des Universités, Université Paris Nanterre.

MARD Yves, Professeur des Universités, Université Clermont Auvergne.

Examineurs :

SÉVERIN Éric, Professeur des Universités, Université de Lille.

AOUADI Amal, Maître de conférences, Université de Lille.

Directeur de thèse :

MAATI Jérôme, Professeur des Universités, Université Polytechnique des Hauts-de-France.



This work is licensed under [CC BY-NC-ND 4.0](https://creativecommons.org/licenses/by-nc-nd/4.0/)

À ma maman, Manuella
À mon épouse, Desirée
À mes deux enfants, Benjamin et Ellinor

REMERCIEMENTS

En tout temps, et pour toute chose, je suis reconnaissant envers Dieu pour ce qu'Il m'accorde de vivre au niveau personnel et professionnel. Cette thèse de doctorat est ainsi un sujet important de remerciements.

Je suis vraiment reconnaissant envers Monsieur le Professeur J.Maati qui a accepté d'être mon directeur de thèse. Je remercie sincèrement Monsieur le Professeur J.Maati qui a été un excellent directeur de thèse tout au long de ce travail doctoral. Au-delà de ses nombreuses compétences scientifiques et académiques reconnues en France dans le domaine de l'enseignement et de la recherche en sciences de gestion, j'ai eu le privilège d'être dirigé par un directeur de thèse avec de nombreuses qualités humaines. Merci à Monsieur J.Maati pour sa compréhension, sa patience, sa sagesse, sa bienveillance, ses encouragements, ses conseils, son sens du partage, sa disponibilité, son écoute, et son humilité. Ce sont des valeurs précieuses qui n'ont pas de prix, et qui témoignent de l'excellente qualité de l'encadrement du Professeur Maati.

Je tiens également à remercier par avance Messieurs D.Folus et Y.Mard, Professeurs des Universités, d'avoir accepté d'être rapporteurs de ma thèse de doctorat. Je suis par ailleurs reconnaissant envers Mesdames L.Ureche-Rangau et A.Aouadi, et envers Messieurs J.Maati et E.Séverin qui ont accepté de composer ensemble mon jury de soutenance de thèse.

Au niveau institutionnel, je remercie l'Université Polytechnique des Hauts-de-France et son école doctorale pour la réalisation de ce doctorat dans un cadre approprié, et pour les services proposés aux doctorants. Je remercie plus précisément le laboratoire LARSH « Laboratoire de Recherche : Sociétés et Humanités », et son département du CRISS « Centre de Recherche Interdisciplinaire en Sciences de la Société » pour leurs infrastructures, leurs services et leur accompagnement au niveau scientifique, administratif, technique, etc. J'en profite pour remercier Madame N.Daifi, gestionnaire du LARSH/CRISS, qui m'a très souvent aidé dans mes démarches administratives. Je remercie aussi l'Education Nationale pour la prise en charge des frais d'inscription du doctorat grâce au compte personnel de formation.

Résumé

Cette thèse de doctorat en sciences de gestion, plus précisément en gouvernance d'entreprise, s'intéresse aux relations entre la structure et la composition du conseil d'administration et certains enjeux stratégiques dans le contexte des sociétés cotées.

En plus d'un chapitre consacré à la construction d'un cadre théorique et d'un cadre conceptuel de réflexion pour ce travail de recherche, trois articles empiriques sont proposés en vue d'apprécier les effets et les conséquences possibles relatifs aux choix de structure et de composition du conseil d'administration.

A partir d'un échantillon composé de 210 sociétés cotées françaises sur la période 2015-2019, le premier article empirique permet de mettre en évidence que la taille du CA et son degré d'indépendance ont un effet significatif sur la performance financière des sociétés les plus endettées. Cet article a pour intérêt de sensibiliser davantage sur l'importance de considérer les choix relatifs à la structure du CA, à la lumière du niveau d'endettement à long terme des sociétés, afin d'optimiser la performance financière de celles-ci.

Composé d'un échantillon identique, mais sur la période 2015-2020, le second article souligne d'une part que l'agressivité fiscale n'est pas une source de création de valeur boursière, et d'autre part que la taille du CA a un effet positif dans la lutte contre l'agressivité fiscale alors que son niveau d'indépendance a un effet négatif. Cet article a pour intérêt de nuancer, tout au moins pour la question technique de l'agressivité fiscale, certaines recommandations en matière d'indépendance des administrateurs, ou encore de mettre en évidence les conséquences positives liées au choix de privilégier un CA de taille importante.

Enfin, le troisième et dernier article empirique propose de comparer, pour la période 2018-2022, les effets de la diversité culturelle du CA sur la performance financière et la performance RSE des plus grandes sociétés cotées françaises (CAC40) et suédoises (OMX30). Il en ressort que la diversité culturelle du CA a un effet négatif sur la performance RSE des seules sociétés suédoises, mais un effet positif sur la performance financière des sociétés françaises. Les sociétés suédoises semblent souffrir de la diversité culturelle, alors

que les sociétés françaises semblent en bénéficier. L'intérêt de cet article réside dans la mise en exergue d'un effet modérateur significatif de la culture nationale, mais aussi d'un enjeu considérable relatif à la composition du CA, notamment en matière de diversité culturelle.

Mots clés : *Gouvernance d'entreprise, structure du conseil d'administration, composition du conseil d'administration, diversité culturelle, performance, agressivité fiscale, RSE.*

Abstract

This doctoral thesis in the field of accounting and management sciences, more specifically corporate governance, focuses on the relationship between the structure and composition of the board of directors and strategic issues for listed companies.

In addition to a chapter dedicated to the construction of a theoretical and conceptual framework for this research, three empirical articles are proposed to assess the possible effects and consequences related to the choice of board structure and composition.

Based on a sample of 210 French listed companies over the period 2015-2019, the first empirical article shows that board size and its degree of independence significantly affect the financial performance of the most indebted companies. This article aims to draw attention to how important it is to consider board structure decisions with respect to firms' long-term debt levels with a view to optimising their financial performance.

Based on an identical sample, but covering the period 2015-2020, the second article highlights the fact that tax aggressiveness is not a source of stock market value creation. It also shows that the size of the board has a positive effect in the fight against tax aggressiveness, while its degree of independence has a negative effect. The purpose of this article is to qualify, at least as far as the technical issue of aggressive taxation is concerned, certain recommendations regarding the independence of directors and to highlight the positive consequences of a large board.

Finally, the third and last article compares the impact of board cultural diversity on the financial and ESG performance of the largest listed companies in France (CAC40) and Sweden (OMX30) for the period 2018-2022. The results show that board cultural diversity has a negative effect on ESG performance only for Swedish companies, but an a priori positive effect on financial performance for French companies. The Swedish companies seem to suffer from cultural diversity, while the French companies seem to benefit from it. The interest of this article lies in highlighting a significant moderating effect of national culture, but also a significant stake related to board composition, in particular regarding cultural diversity.

Keywords: Corporate governance, board structure, board composition, cultural diversity, performance, tax aggressiveness, ESG.

SOMMAIRE

INTRODUCTION	19
1. Questions de recherche	21
2. Objectifs et motivations de la recherche	23
3. Méthodologie de la recherche	26
4. Ethique de la recherche	28
5. Conclusion de l'introduction générale	29
Références bibliographiques de l'introduction	32
CHAPITRE I – Cadre théorique et approche conceptuelle du conseil d'administration	37
Introduction	37
1. Le conseil d'administration comme mécanisme interne de gouvernance	39
2. Courants théoriques et rôles du conseil d'administration	40
2.1 Rôle de contrôle et de surveillance	40
2.2 Rôle de conseil stratégique.....	43
3. L'approche par le capital intellectuel appliquée au CA.....	45
3.1 Le concept de capital intellectuel	46
3.2 Composantes du capital intellectuel	48
Conclusion	51
Références bibliographiques du chapitre 1	54
CHAPITRE II – Structure du CA et performance financière : Une approche par le niveau d'endettement à long terme	61
Introduction	62
1. Revue de littérature	66
1.1 La relation entre l'endettement, les rôles du CA et la performance	66
1.1.1 Rôles du conseil d'administration	66
1.1.2 Endettement et performance des sociétés : une relation peu consensuelle.....	68
1.1.3 L'endettement comme mécanisme et problématique de gouvernance d'entreprise..	69
1.2 Effets individuels des variables de structure du CA	71
1.2.1 Structure avec ou sans « Président Directeur-Général ».....	71
1.2.2 Taille du CA.....	73
1.2.3 Niveau d'indépendance du CA	74
1.3 Configurations structurelles du CA.....	75
2. Méthodologie.....	76
2.1 Présentation de l'échantillon.....	76

2.2	Description des variables mobilisées.....	77
2.3	Modèles et méthodes d'estimation.....	80
3.	Résultats et discussions.....	82
3.1	Analyse descriptive.....	82
3.1.1	Statistiques descriptives.....	82
3.1.2	Modèle général.....	84
3.2	Interactions entre l'endettement et les variables de structure du CA (hypothèses 1) ...	86
3.3	Interactions entre les variables de structure du CA au sein des sociétés très endettées (hypothèses 2)	90
3.3.1	Régressions multiples linéaires.....	90
3.3.2	Test de robustesse avec les estimateurs GMM	94
	<i>Conclusion</i>	98
	Références bibliographiques pour le chapitre 2	101
	Chapitre III : Conseil d'administration et lutte contre l'agressivité fiscale	111
	<i>Introduction</i>	112
1.	Revue de littérature.....	116
1.1	Enjeux de la planification fiscale agressive dans le cadre de la théorie de l'agence.....	117
1.1.1	L'agressivité fiscale et les actionnaires	119
1.1.2	Le dirigeant et l'agressivité fiscale : Asymétrie d'information et opportunisme	121
1.2	Conseil d'administration, comité d'audit et lutte contre l'agressivité fiscale ...	124
1.2.1	Hypothèses au niveau de la structure du CA.....	125
1.2.2	Hypothèses au niveau de la structure du comité d'audit	130
2.	Méthodologie	131
2.1	Echantillon	131
2.2	Modèles économétriques et outils statistiques	132
2.3	Liste des variables.....	134
3.	Résultats	138
3.1	Statistiques descriptives.....	138
3.2	Relations entre le niveau d'imposition et la performance	139
3.3	Relation entre les caractéristiques du CA et comité d'audit et l'agressivité fiscale	143
3.3.1	Conseil d'administration et agressivité fiscale	143
3.3.2	Comité d'audit et agressivité fiscale	147
3.3.3	Test de robustesse supplémentaire	149
	<i>Conclusion</i>	151
	Références bibliographiques du chapitre 3.....	153

CHAPITRE IV : The effects of board cultural diversity on ESG and financial performance : CAC40 vs OMX30	165
<i>Introduction.....</i>	<i>167</i>
1. Literature review.....	170
1.1 National culture	170
1.2 Effects of cultural diversity on boards.....	176
1.3 Board cultural diversity and ESG performance.....	178
1.3.1 ESG and financial performance	178
1.3.2 Effects of board cultural diversity on ESG and financial performance.....	180
1.4 Theoretical model and Hypothesis.....	182
2. Methodology.....	186
2.1 Measuring cultural diversity.....	186
2.2 Models and variables.....	187
2.3 Sample and Data	188
3. Results and discussion	189
3.1 Descriptive statistics	189
3.2 Univariate multiple regression results for Swedish firms.....	192
3.3 Univariate multiple regression results for French firms	193
3.4 Robustness tests	198
3.5 Discussion about the effects of board cultural diversity in French and Swedish firms.	199
<i>Conclusion</i>	<i>201</i>
References for the chapter 4.....	204
CONCLUSION GÉNÉRALE	215
Article 1 : Structure du CA et performance financière : une approche par le niveau d'endettement	215
Article 2 : Conseil d'administration et lutte contre l'agressivité fiscale	216
Article 3: The effects of board cultural diversity on ESG and financial performance: CAC40 vs OMX30	218

Liste des annexes

Chapitre II

Annexe A : Matrice de corrélations

Annexe B : Résumé des résultats et hypothèses

Chapitre III

Annexe A : Matrice des corrélations

Chapitre IV

Appendix A : Anderson et al. (2009)

Appendix B : Hofstede's six dimensions

Appendix C : Hofstede's framework – 6 cultural dimension's scores

Appendix D : Correlation matrix

Appendix E : Univariate multiple regression results – Model 1

Liste des tableaux

Introduction

Tableau 1 : Résumé de la méthodologie des trois articles

Chapitre II

Tableau 1 : Résumé et détails de l'hypothèse 2

Tableau 2 : Définition des variables

Tableau 3 : Statistiques descriptives

Tableau 4 : Tests de différence des moyennes (ttest)

Tableau 5 : Régressions linéaires du modèle 1

Tableau 6 : Définition empirique des terciles

Tableau 7 : Régressions linéaires du modèle 2

Tableau 8 : Régressions linéaires du modèle 3

Tableau 9 : Estimateurs GMM du modèle 3

Chapitre III

Tableau 1 : Résumé des hypothèses 2

Tableau 2 : Statistiques descriptives

Tableau 3 : Statistiques descriptives en fonction du niveau d'agressivité fiscale

Tableau 4 : Régressions linéaires multiples – Modèle 1

Tableau 5 : Régressions Probit du modèle 2

Tableau 6 : Régressions Probit du modèle 2

Tableau 7 : Effets marginaux pour les modèles 2.1 et 2.7

Tableau 8 : Résumé des principaux résultats pour les hypothèses 2

Chapitre IV

Table 1 : Summary of Sweden and France comparison:

Table 2 : Presence of Foreign directors

Table 3 : Summary statistics – Sweden vs France

Table 4 : Univariate multiple regression results – Model 1 (industry and year fixed effects)

Table 5 : Univariate multiple regression results – Model 2 (industry and year fixed effects)

Liste des figures

Introduction

Figure 1 : Schéma simplifié du cadre conceptuel et théorique de la thèse

Chapitre I

Figure 1 : Modèle théorique de Forbes et Milliken (1999)

Chapitre II

Figure 1 : Modèle théorique

Chapitre III

Figure 1 : De la planification fiscale plus ou moins agressive à l'évasion fiscale

Figure 2 : Arbitrage fiscal théorique pour les actionnaires

Chapitre IV

Figure 1 : France vs Sweden according to Hofstede's framework (2011)

Figure 2 : ESG considerations in investment decisions

Figure 3 : Theoretical model of our study

Tableau des acronymes et abréviations

BTD	Book-Tax Difference
CAC40	Indice boursier français
CA	Conseil d'administration
C.E	Commission Européenne
CEO	Chief Executive Order
CS	Conseil de surveillance
CSR	Corporate Social Responsibility
DG	Directeur Général
EBE	Excédent Brut d'Exploitation
GMM	Generalized Moments Methode
IFRS	International Financial Reporting Standards
IS	Impôt sur les Sociétés
LT	Long terme
OCDE	Organisation de Coopération et de Développement Economiques
OMX30	Indice boursier suédois
OPA / OPE	Offre publique d'achat / d'échange
PCA	Président du Conseil d'administration
PCG	Plan Comptable Général
PDG	Président-Directeur Général
R&D	Recherche et Développement
ROA	Return On Assets
ROCE	Return on Capital employed
ROE	Return on Equity
RSE	Responsabilité Sociétale des Entreprises
SBF	Indice boursier français
UE	Union Européenne

Avant-Propos

**Cette thèse se présente sous la forme d'une thèse par articles
dont les trois premiers chapitres sont rédigés en français, et le dernier en anglais.**

INTRODUCTION

Comme une réaction de la part des acteurs et marchés financiers, les scandales financiers internationaux du début des années 2000 (Worldcom, Enron) ont largement contribué à développer l'intérêt consacré à la gouvernance d'entreprise. Ces scandales financiers ont joué un rôle déterminant en instaurant un climat de méfiance à l'égard de l'information financière, et la gouvernance d'entreprise a ainsi été propulsée aux devants de la scène du monde financier comme un véritable enjeu stratégique au sein des sociétés cotées. Malgré des améliorations dans la gouvernance des sociétés cotées et de riches contributions au niveau de la connaissance scientifique, les scandales financiers récents (Renault en 2018, Wirecard en 2019, William Saurin en 2021), mais aussi les scandales extra-financiers (DieselGate en 2015, Orpéa en 2021), témoignent indéniablement que la gouvernance d'entreprise est encore aujourd'hui, et peut-être plus que jamais, un enjeu stratégique qui soulève de véritables problématiques non résolues auxquelles les chercheurs et les professionnels essayent d'apporter des éléments de réponse.

Parmi les sujets très étudiés en gouvernance d'entreprise, nous retrouvons le conseil d'administration qui est un organe collégial de direction, composé de 3 à 18 administrateurs, en charge de définir les orientations stratégiques de la société, et de veiller à l'atteinte des objectifs stratégiques. Le CA assure ainsi des missions importantes qui le conduisent à apprécier les niveaux de performance, à mesurer les niveaux de risques, à améliorer la qualité de l'information financière et extra-financière, à contrôler les décisions des dirigeants mandataires sociaux, à adresser les relations avec les parties prenantes, ou encore à traiter tout élément significatif pour le développement de la société et l'intérêt des actionnaires. Le CA est par conséquent un organe stratégique dans les sociétés, ce dernier étant d'ailleurs reconnu comme l'outil interne de gouvernance le plus important en raison de ses missions et responsabilités (Charreaux, 1999). La performance opérationnelle du CA soulève de nombreuses questions quant à sa structure, sa composition, son fonctionnement, ses missions, ses relations et son impact, autant de questions qui constituent de potentiels sujets de recherche pour la communauté scientifique au sens large (en sciences de gestion et du management, en sociologie, en psychologie, en droit, en management...etc.).

Cette thèse, composée de trois articles, s'intéresse principalement à la structure et à la composition du CA en relation avec des enjeux stratégiques pour les sociétés cotées. Ces trois articles partagent un cadre théorique et un cadre conceptuel communs, mais explorent des questions de recherche différentes. Nous distinguons le cadre conceptuel du CA qui s'appuie et s'inspire d'une approche par le capital intellectuel (Nicholson et Kiel, 2004), du cadre théorique qui fait référence aux courants théoriques en gouvernance financière. Le cadre théorique repose essentiellement sur le courant contractuel de la gouvernance d'entreprise, à savoir la théorie de l'agence (Jensen et Meckling, 1976 ; Fama, 1980) et la théorie partenariale (Freeman et Reed, 1983), et le courant cognitif, principalement au travers de la théorie des ressources (Penrose, 1959 ; Makadok, 2001). Ces deux courants permettent d'appréhender théoriquement la plupart des tenants et aboutissants concernant les principaux rôles du CA définis par la littérature en gouvernance financière (Hillman et Dalziel, 2003 ; Forbes et Milliken, 1999 ; Zahra et Pearce, 1989) : le rôle de contrôle/surveillance par rapport aux décisions du dirigeants et à la mise en œuvre de la stratégie, et le rôle de stratégie pour élaborer les orientations stratégiques de la société et conseiller les dirigeants. Pour compléter ces deux principaux courants dans la littérature, certains aspects de la gouvernance comportementale (Cyert et March, 1963 ; Morck, 2004) ont aussi été considérés pour apprécier davantage les relations entre les administrateurs.

Le cadre conceptuel dont s'inspire cette thèse considère le CA comme un organe stratégique mobilisant des ressources intellectuelles (capital humain, capital relationnel, capital structurel, et capital social) pour assurer efficacement ses missions. Ce cadre conceptuel offre d'importantes perspectives de recherche dans le sens où ce dernier permet d'apprécier les rôles du CA dans une approche holistique, dynamique et sociale (Nicholson et Kiel, 2004), et surtout de fournir un point de départ riche et intéressant pour envisager des études empiriques sur les relations entre certaines variables du CA, parfois peu mobilisées, et d'autres variables concernant les enjeux stratégiques des sociétés cotées.

Ainsi, cette thèse propose trois articles qui étudient empiriquement la structure et la composition du CA dans un cadre théorique et conceptuel commun, ce qui permet à la fois d'assurer une cohérence dans la structure de la thèse, mais aussi d'explorer des

relations empiriques différentes et complémentaires. La structure et la composition du CA adresse des questions relatives au nombre d'administrateurs, au choix d'opter ou non pour la dissociation des fonctions de DG et de PCA, au niveau d'indépendance du CA, ou encore aux caractéristiques sociales et professionnelles des administrateurs (genre, nationalité, âge, statut, expérience, etc.). Comme indiqué préalablement, la littérature a été considérablement enrichie, depuis le début des années 2000, concernant le CA et ses enjeux en termes de structure et de composition, mais il n'en demeure pas moins que les résultats observés sont encore aujourd'hui souvent peu consensuels, notamment sur des questions complexes telles que la recherche d'une configuration structurelle optimale, la performance des comités, ou encore l'intérêt de la diversité au sein du CA.

1. Questions de recherche

Cette thèse soulève une problématique principale par article. De cette problématique, en découlent plusieurs questions de recherche dont l'étude empirique quantitative tente d'apporter des éléments de réponse dans le but de contribuer à la littérature existante.

Article n°1

Dans le premier article consacré à la relation entre le niveau d'endettement, la structure du CA, et la performance financière des sociétés, la principale problématique est :

- Quelle structure du CA permet d'optimiser la performance des sociétés significativement endettées ?

La structure du CA s'intéresse dans cet article à la taille du CA, à son mode de direction (dissociation des fonctions de DG et PCA, ou non), et à son niveau d'indépendance, alors que le niveau d'endettement consiste à mesurer le taux d'endettement à long terme et à le considérer comme un facteur déterminant dans l'appréciation des deux rôles du CA. Cette problématique nous invite à répondre à plusieurs questions de recherche :

- Est-ce que le niveau d'endettement à long terme est un facteur déterminant dans la relation entre la structure du CA, la performance du CA, et la performance de la société ?

- Les sociétés ont-elles un intérêt financier à opter pour des CA de taille importante et indépendants, et à cumuler les fonctions de commandement (PDG) lorsqu'elles sont significativement endettées ? Ou au contraire à privilégier des CA de taille réduite, peu indépendants, et à dissocier les fonctions de commandement ?
- Dans cette perspective, quelles sont les combinaisons structurelles du CA (interactions) à privilégier ou à éviter pour les sociétés cotées les plus endettées ?

Article 2

Le second article s'intéresse à la question de l'optimisation fiscale, et aux relations entre la structure et la composition du CA et l'agressivité fiscale. Le sujet peut être problématisé de la manière suivante :

- Dans quelle mesure la structure et la composition du CA permet de lutter contre l'agressivité fiscale ?

La structure et la composition du CA sont appréciés à partir de la taille du CA, de son mode de direction (avec ou sans dissociation des fonctions de DG et PCA), de son niveau d'indépendance, de la proportion de femmes dans le CA, mais aussi à partir du comité d'audit qui assure un rôle déterminant sur les pratiques d'optimisation fiscale. L'agressivité fiscale est estimée à partir des taux d'impositions réels et effectifs. Plusieurs questions de recherche découlent de cette étude et problématique :

- Quelle est la relation entre le niveau d'optimisation fiscale et la performance boursière ?
- Quels éléments de structure et/ou de composition du CA privilégier pour lutter contre l'agressivité fiscale ?
- La structure du comité d'audit a-t-elle un effet sur l'agressivité fiscale ?

Article 3

Le dernier article, en anglais, traite de la diversité culturelle du CA en relation avec la performance « RSE » et la performance financière des sociétés cotées françaises et suédoises. La problématique proposée peut être exprimée de la manière suivante :

- Dans quelle mesure la diversité culturelle du CA influence la performance « RSE » (ou la performance financière) des sociétés françaises et suédoises ?

La diversité culturelle du CA est appréciée à partir des dimensions du modèle d'Hofstede (2001) ce qui permet de mesurer des écarts entre les normes et valeurs culturelles des administrateurs. La performance RSE est, quant à elle, mesurée via la méthode des scores « ESG » (environnement, social, et gouvernance). L'étude propose de comparer les effets de cette relation dans deux contextes culturels différents : celui de la France et celui de la Suède.

Les questions de recherche soulevées sont :

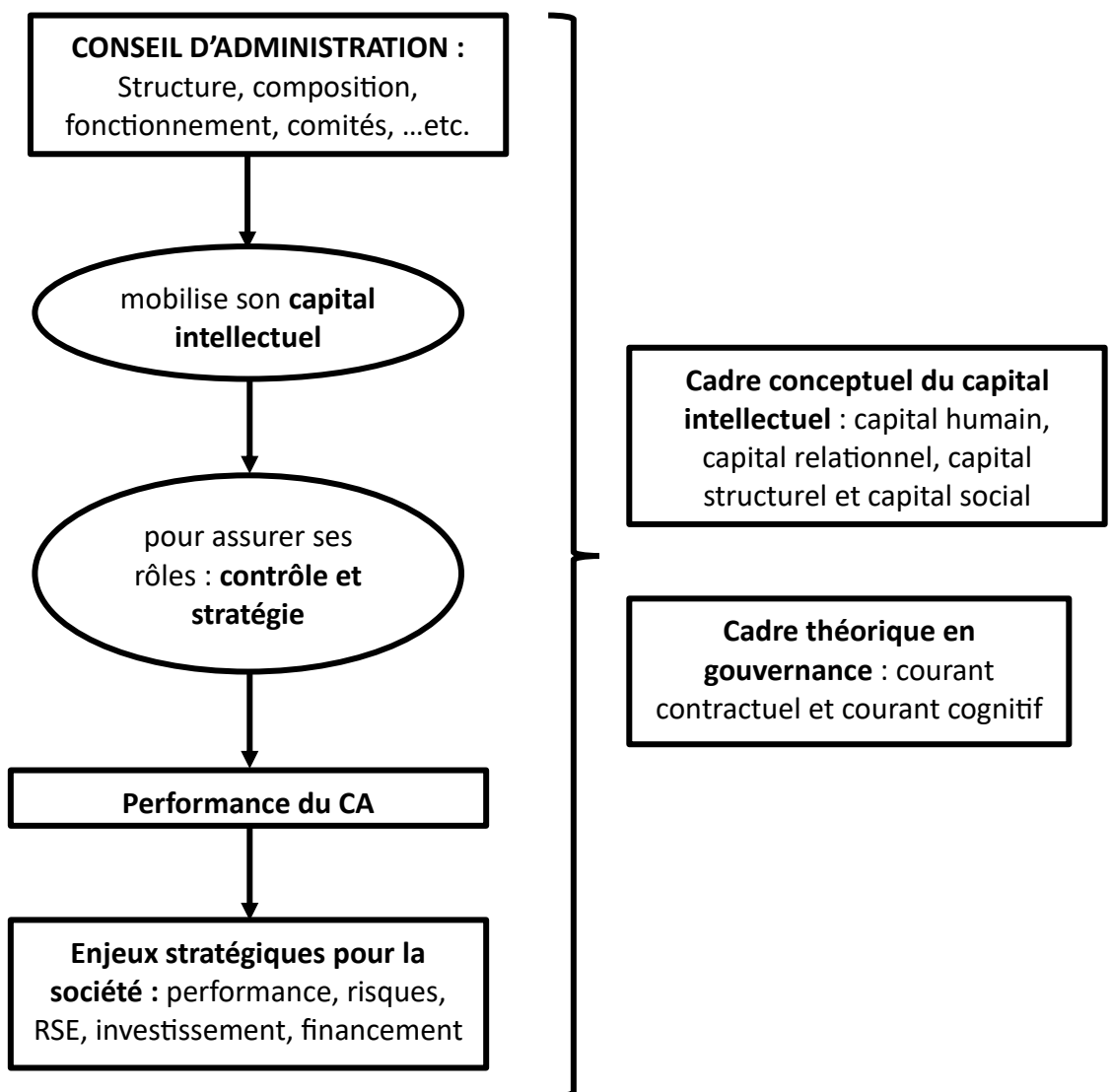
- Est-ce que la diversité culturelle du CA a un effet sur la performance RSE ?
- Est-ce que la diversité culturelle du CA a un effet sur la performance financière ?
- Le contexte culturel national a-t-il une influence significative sur la relation étudiée ?

2. Objectifs et motivations de la recherche

L'objectif de cette thèse est de contribuer, par le biais de trois articles, à l'état de la connaissance sur les enjeux liés à la structure et à la composition du CA dans les sociétés cotées. Plus précisément, l'objectif est de soutenir le postulat selon lequel la structure et la composition du CA ne sont pas choix neutres et sans importance, mais qu'au contraire, ces derniers conditionnent le fonctionnement et la performance du CA ce qui se traduit par des conséquences sur des enjeux majeurs pour les sociétés cotées. Dans ce travail doctoral, la structure et la composition du CA sont considérées comme des questions de gouvernance stratégiques qui méritent d'être bien réfléchies par les actionnaires, les administrateurs, voire les dirigeants, dans le but d'en retirer une performance optimale du CA.

Une représentation schématique simplifiée résume la vision générale de cette thèse. Ce schéma est détaillé dans le chapitre 1 lors de la présentation du cadre théorique et du cadre conceptuel.

Figure 1 : Schéma simplifié du cadre conceptuel et théorique de la thèse



Nous pouvons aussi mentionner quelques raisons qui ont motivé les sujets de recherche abordés dans les trois articles de cette thèse.

Pour le premier article, l'étude consiste à mettre en relation trois thèmes classiques en gouvernance financière, à savoir la structure du CA, la structure du capital, et la performance financière. Etant donné qu'il y a toujours peu de résultats consensuels concernant les relations entre les variables de CA et la performance financière des sociétés, nous introduisons une variable importante en gouvernance, à savoir le niveau d'endettement. En considérant le niveau d'endettement à long terme, nous espérons démontrer que le choix d'une structure du CA a un impact sur la performance de la société. L'endettement est une variable intéressante qui a motivé notre recherche pour deux raisons, l'une théorique et l'autre empirique. Théoriquement, le niveau d'endettement, ou la structure du capital, affecte les rôles et la performance du CA dans le sens où le contrôle est accru, et la stratégie est rendue plus complexe dans les sociétés significativement endettées. Empiriquement, dans un contexte de taux d'intérêts historiquement bas qui a caractérisé la période 2010-2020, les sociétés ont eu recours massivement aux emprunts bancaires pour financer leur développement ce qui rend pertinente et actuelle la problématique proposée.

Concernant le second article, la principale motivation est d'aborder un thème plus technique et moins classique, celui de l'optimisation fiscale, et d'étudier quelques nouvelles variables liées à la structure et la composition du CA. La fiscalité agressive est depuis quelques années un sujet polémique qui intéresse de plus en plus les gouvernements, les sociétés, les CA et les autres acteurs sur les marchés financiers. L'agressivité fiscale est un sujet pertinent au niveau théorique puisqu'il est un très bon exemple de coûts d'agence entre les dirigeants et les actionnaires, étant donné l'asymétrie d'information (opacité des pratiques), le risque supporté par la société (redressements fiscaux), et le risque d'actions opportunistes (intérêt personnel du dirigeant). Dans cet article, l'objectif est d'étudier dans quelle mesure les CA et les comités d'audit peuvent influencer la lutte contre l'agressivité fiscale.

Enfin, le dernier article est motivé par la volonté d'étudier la diversité culturelle du CA et la performance extra-financière, et de comparer la France et la Suède sur le plan théorique et empirique. La diversité du CA est un sujet d'actualité qui mobilise de nombreux chercheurs en gouvernance financière, avec une tendance pour l'étude de la diversité sociale (genre, âge, nationalité, culture) qui offre d'importantes perspectives de recherche. Par ailleurs, la culture est un facteur explicatif déterminant dans l'étude des comportements et des décisions des administrateurs, ce qui n'est pas sans conséquence sur le fonctionnement et la performance du CA. La performance extra-financière est appréciée par les scores ESG qui ont un avenir prometteur dans l'évaluation des sociétés cotées, notamment dans un contexte où les finalités non économiques sont de plus en plus valorisées. Finalement, l'analyse comparative proposée entre la France et la Suède est motivée par des différences culturelles significatives, mais aussi par une volonté de comparer deux pays européens développés et souvent considérés comme exemplaires sur la question de la responsabilité sociétale des entreprises (RSE). Cet article souhaite ainsi étudier dans quelle mesure la diversité culturelle influence la performance extra-financière des sociétés en France et en Suède, tout en considérant la performance financière en second plan.

3. Méthodologie de la recherche

En tant que composante des sciences sociales, les sciences de gestion et du management mobilisent principalement deux paradigmes de recherche que sont le post-positivisme (Krauss, 2005 ; Kuhn, 1970 ; Shadish et al., 2002) et le constructivisme (Von Glasersfeld, 1974 ; Le Moigne, 1990 ; Guba et Lincoln, 1989). Cette thèse s'inscrit ainsi d'une part dans le paradigme post-positiviste dans le sens expliqué par Gavard-Perret et al. (2012) : « les post-positivistes estiment que le chercheur doit tout mettre en œuvre pour tendre vers une objectivité maximale et, notamment, contrôler le plus précisément possible les conditions dans lesquelles il réalise sa recherche, et spécialement sa collecte de données, de manière à assurer le plus possible l'objectivité de son travail. » ; D'autre part, cette thèse s'inscrit également dans un paradigme constructiviste où la réalité est observée et construite par des représentations/artefacts et des acteurs qui interagissent les uns avec les autres, et où la réalité est une étape intermédiaire vers la vérité : « Le chercheur est

donc légitime à prétendre modéliser telle ou telle classe de phénomènes, c'est-à-dire à chercher à découvrir des régularités et des liens de cause à effet, et ce n'est pas être positiviste que d'explorer ainsi des aspects inconnus du réel. » (David, 1999 : 15).

Dans les trois articles proposés, la démarche de recherche est hypothético-déductive puisque nous proposons de tester des hypothèses construites à partir de théories et de l'état de la littérature, les tests étant réalisés sur un échantillon sélectionné et à partir d'un modèle économétrique défini. La méthode de recherche est uniquement quantitative, méthode qui est généralement associée au positionnement positiviste et au raisonnement hypothético-déductif. Cette méthode quantitative suppose un traitement statistique conséquent, via STATA dans cette thèse, à la suite d'une importante collecte de données, via FactSet et la collecte manuelle dans notre cas.

L'échantillon source est quasi-identique pour les deux premiers articles, à savoir les sociétés cotées en France qui composent l'indice All-tradables, hors sociétés financières, sociétés immobilières et sociétés R&D qui ont été exclues pour des raisons de réglementation spécifique, ou de caractéristiques financières non comparables. La base de données constituée des sociétés de l'échantillon retenu a été enrichie au fur et à mesure des articles et des années, puisque l'article 1 étudie la période 2015-2019, alors que l'article 2 s'intéresse à la période 2015-2020. Concernant l'article 3, l'échantillon est composé de sociétés françaises cotées de l'indice CAC40, et de sociétés suédoises cotées de l'indice OMX-30, sur la période 2018-2022. Les bases de données ont été construites et enrichies en fonction des besoins et de la diversité des variables expliquées et explicatives retenues dans les trois articles.

Au niveau économétrique, les trois articles mobilisent des régressions linéaires multiples, mais aussi d'autres outils tels que les estimateurs GMM et des régressions binomiales.

Tableau 1 Résumé de la méthodologie des trois articles

	Article 1	Article 2	Article 3
Echantillon	Sociétés cotées françaises (All-tradables)	Sociétés cotées françaises (All-tradables)	Sociétés cotées françaises et suédoises (CAC40 et OMX30)
Période observée	2015-2019	2015-2020	2018-2022
Variable(s) expliquée(s)	Performance financière	Agressivité fiscale et performance boursière	Performance RSE et performance financière
Variables explicatives d'intérêt	Niveau d'endettement à long terme Structure du CA	Structure du CA Structure du comité d'audit Proportion de femmes	Diversité culturelle du CA
Econométrie	Régressions linéaires multiples et Estimateurs GMM Coefficients d'interaction	Régressions linéaires multiples Régression binomiales « probit »	Régressions linéaires multiples

4. Ethique de la recherche

Il est important qu'une réflexion éthique soit menée dans toutes les activités de recherche scientifique afin de respecter la réglementation en vigueur et d'améliorer la crédibilité du chercheur et de ses résultats.

Le Code de conduite européen pour l'Intégrité en Recherche, publié en 2017, met l'accent sur l'intégrité scientifique qui peut être définie de la manière suivante : « L'intégrité scientifique (...) se comprend comme l'ensemble des règles et des valeurs qui doivent régir

l'activité de recherche, pour en garantir le caractère honnête et scientifiquement rigoureux » (Circulaire du MESR n° 2017-040 du 15-3-2017). Cette intégrité scientifique implique de respecter quatre principes complémentaires, à savoir la fiabilité de la recherche, l'honnêteté de la démarche, le respect du contexte de recherche et des parties prenantes, et la responsabilité du chercheur. Il en ressort que la fraude scientifique est le principal grave manquement à l'intégrité de la démarche, nous pouvons mentionner à ce sujet trois éléments que sont la fabrication de données, la falsification des données, et le plagiat. Dans cette thèse, nous avons veillé à respecter les principes éthiques d'intégrité scientifique.

1. Les références aux auteurs ont été mentionnées dans les arguments et théories mobilisés dans la revue de littérature. Il est ainsi possible de retrouver l'information et de vérifier les propos des auteurs.
2. Les données ont été collectées principalement à partir du logiciel FactSet et d'une collecte manuelle, avec un processus de contrôle des valeurs pour limiter la présence de données erronées. Les données peuvent ainsi être retrouvées (principe de disponibilité des données) et vérifiées (principe d'exactitude des données).
3. La méthodologie mise en œuvre a été décrite fidèlement dans chaque article (principe de description précise), et les résultats présentés peuvent être retrouvés à partir de la base de données et des commandes sur STATA (principe de reproductibilité des résultats).
4. Le travail doctoral a été dirigé par un professeur des universités spécialiste des questions de gouvernance d'entreprise, M. Maati Jérôme, et réalisé au sein du laboratoire L.A.R.S.H de l'Université Polytechnique des Hauts-de-France. Ces éléments sont de nature à renforcer l'intégrité de la démarche scientifique.

5. Conclusion de l'introduction générale

Cette brève introduction a permis d'annoncer le sujet de recherche de cette thèse par article, à savoir la structure et la composition du CA, mais aussi d'annoncer les problématiques étudiées et les questions de recherche soulevées dans les trois articles,

d'expliquer les motivations derrière ce travail doctoral, et de positionner épistémologiquement cette thèse.

Cette thèse s'articule autour de quatre chapitres :

- Le chapitre 1 justifie l'étude du CA comme un thème de recherche central en gouvernance d'entreprise, et souligne les enjeux liés aux missions et aux rôles du CA. Ce premier chapitre présente également le cadre conceptuel qui repose sur une vision du CA construite à partir du concept du capital intellectuel, et le cadre théorique qui repose principalement sur le courant contractuel et le courant cognitif de la gouvernance. Ce chapitre permet de mieux appréhender l'assise théorique et conceptuelle commune aux trois articles de recherche dans les chapitres suivants.
- Le chapitre 2 est un article intitulé « Structure du CA et performance financière : Une approche par le niveau d'endettement », qui aborde les relations entre le niveau d'endettement à long terme, la structure du CA et la performance financière. L'étude différencie les sociétés en fonction de leur niveau d'endettement et des conséquences en termes d'enjeux de gouvernance financière, et propose ensuite d'apprécier les effets de la structure du CA (taille, mode de direction, indépendance) sur la performance de la société. Des résultats significatifs soutiennent l'idée que certaines options structurelles du CA sont à privilégier dans le but d'optimiser la performance des sociétés sensiblement endettées.
- Le chapitre 3 est un article intitulé « Conseil d'administration et lutte contre l'agressivité fiscale », qui s'intéresse à l'agressivité fiscale dans les sociétés cotées et ses enjeux en termes de gouvernance financière. L'étude réalisée permet d'apprécier dans un premier temps les effets de l'optimisation fiscale plus ou moins agressive sur la performance boursière, et dans un second temps, d'apprécier dans quelle mesure le CA peut être un moyen de lutter contre l'agressivité fiscale. De cet article, il en ressort des résultats significatifs nous

permettant de formuler des conclusions sur la structure du CA à privilégier dans le but de limiter le risque fiscal.

- Le chapitre 4 est un article intitulé « The effects of board cultural diversity on ESG and financial performance : CAC-40 (France) vs OMX-30 (Sweden) ». Ce dernier traite des relations entre la diversité culturelle du CA et la performance financière et extra-financière des sociétés cotées françaises et suédoises. L'article propose d'étudier si la diversité culturelle a un effet significatif sur la performance ESG et financière des sociétés en insistant sur les normes et les valeurs culturelles des administrateurs. De cette étude, nous en retirons des résultats significatifs intéressants qui soulignent l'effet modérateur important de la culture nationale sur les enjeux liés à la promotion de la diversité culturelle au sein des CA.

Finalement, nous terminerons cette thèse par une courte conclusion qui recensera les principales contributions à la littérature existante en gouvernance financière, exposera une analyse réflexive sur le travail effectué, et mentionnera quelques perspectives de recherche.

Références bibliographiques de l'introduction

Charreaux, G., 1999, « La théorie positive de l'agence : lecture et relectures... », *Économica*, Paris, p. 60-141.

Cyert, R., March, J., 1963, "A Behavioral Theory of the Firm", Englewood Cliffs, NJ: Prentice Hall, 2nd ed., Oxford, Blackwell Publishers.

David, A., 1999. Logique, épistémologie et méthodologie en sciences de gestion. Communication à la VIIIème Conférence de l'AIMS.

Fama, E. F., 1980, "Agency problems and the theory of the firm", *Journal of Political Economy*, 88, 288–307.

Forbes, D. P., & Milliken, F. J., 1999, "Cognition and corporate governance: Understanding boards of directors as strategic decision-making groups", *Academy of Management Review*, 24, 489–505.

Freeman, R., Reed, D., 1983, "Stockholders and stakeholders: A new perspective on corporate governance", *California Management Review*, 25, pp. 88-106.

Gavard-Perret, M.D., Haon, C., Jolibert, A., 2012. *Méthodologie de la recherche en sciences de la gestion*. 2e édition, Paris, Pearson France.

Glaserfeld, E., 1974. "Piaget and the Radical Constructivist Epistemology", in C. D. Smock & E. von Glasersfeld (eds.) *Epistemology and Education*, Athens, GA.

Guba, E.G., Lincoln, Y.S., 1989. *Fourth generation evaluation*, London, Sage.

Hillman, A. J., Dalziel, T., 2003, "Boards of directors and firm performance: Integrating agency and resource dependence perspectives", *Academy of Management Review*, 28, 383–396.

Jensen, M.C., Meckling, W.H., 1976, "Theory of the firm: Managerial behaviour Agency Costs and Ownership structure", *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, pp. 305-360.

Krauss, S. E., 2005. Research paradigms and meaning making: A primer. *The Qualitative Report*, 10(4), 758-770.

Kuhn, T., 1970. *The Structure of Scientific Revolutions* (2nd ed.). University of Chicago Press

Le Moigne, J.L., 1990. Epistémologies constructivistes et sciences de l'organisation, in A.C. Martinet (coord.), *Epistémologie et Sciences de Gestion*, Paris, *Economica*, pp. 81-140.

Makadok, R., 2001, "Toward a synthesis of the resource-based and dynamic capability views of rent creation", *Strategic Management Journal*, 22(5), 387-401.

Morck, R., 2004, "Behavioral Finance in Corporate Governance – Independent Directors and Non-Executive Chairs", Harvard Institute of Economic Research, NBER, SSRN.

Nicholson, G.J., Kiel, G.C., 2004, "Breakthrough board performance: how to harness your board's intellectual capital", *Corporate Governance: The international journal of business in society*, Vol. 4, Iss 1, 5 – 23

Penrose, E., 1959, "The Theory of the Growth of the Firm, Oxford University Press.

Shadish, W. R., Cook, T. D., Campbell, D. T., 2002. *Experimental and Quasi-experimental Designs for Generalized Causal Inference*. Boston, MA.

Zahra, S. A., Pearce, J. A., 1989, "Boards of directors and corporate financial performance: A review and integrative model", *Journal of Management*, 15, 291–334.

***CHAPITRE I – CADRE THÉORIQUE ET APPROCHE CONCEPTUELLE
DU CONSEIL D'ADMINISTRATION***

CHAPITRE I – Cadre théorique et approche conceptuelle du conseil d'administration

Introduction

Cette thèse en sciences de gestion s'inscrit dans l'axe de recherche consacré à l'étude des enjeux de gouvernance d'entreprise, et plus précisément à l'étude de la structure et de la composition du conseil d'administration (CA).

La gouvernance d'entreprise est un concept traduit du concept américain « corporate governance », à préférer à celui de gouvernement d'entreprise selon Perez (2003, p5). La gouvernance d'entreprise a été définie par l'OCDE (1997) comme « l'ensemble des règles et pratiques auxquelles les organisations économiques répondent face aux problèmes d'information et d'incitation inhérents à la séparation de la propriété et du contrôle dans les grandes entreprises », ou encore par Charreaux (1997) comme « l'ensemble des mécanismes organisationnels qui ont pour effet de délimiter les pouvoirs et d'influencer les décisions des dirigeants, autrement dit, qui gouvernent leur conduite et définissent leur espace discrétionnaire ». De ces deux définitions, nous remarquons que la gouvernance d'entreprise est un ensemble d'éléments et de règles mis en place au niveau d'une société pour répondre à des enjeux tels que la séparation du pouvoir entre actionnaires et dirigeants, les besoins de contrôle interne, ou encore les prises de décisions importantes. Toujours selon Charreaux (2003, p. 24), qui a beaucoup contribué à enrichir la littérature sur la gouvernance d'entreprise, il est possible d'identifier trois composantes dans un système de gouvernance d'entreprise :

- Les structures propres ou non à la société étudiée : assemblée générale, conseil d'administration, comités ad hoc, auditeurs externes, autorités de régulation.
- Les procédures : Plan Comptable, Code de Commerce, statuts, règles. Celles-ci concernent aussi bien le traitement de l'information que les modalités de traitement d'une opération.
- Les comportements plus ou moins honnêtes et dévoués des personnes physiques concernées par les structures et les procédures en question, personnes qui ont

une part de responsabilité majeure dans l'efficacité de ce système de gouvernance.

La gouvernance d'entreprise représente ainsi un vaste thème de recherche au sein duquel les chercheurs étudient les relations théoriques et empiriques entre les structures de gouvernance, les mécanismes et règles en vigueur dans ces dites structures, les individus impliqués dans ces structures, et d'autres variables d'intérêts pour l'entreprise.

Le concept de gouvernance d'entreprise n'est absolument pas un nouveau concept. En témoignent certains articles de référence (Berles et Means, 1932 ; Jensen et Meckling, 1976) qui avaient déjà évoqué des problématiques de gouvernance d'entreprise, et même essayé de sensibiliser les acteurs financiers par le biais de recommandations concernant les caractéristiques des sociétés managériales, l'opportunisme des dirigeants, les risques liés à la relation d'agence entre les actionnaires et les dirigeants, ou encore à l'asymétrie d'information ...etc.

Pourtant, il aura fallu attendre le début des années 2000 et la médiatisation des scandales financiers d'Enron et de Worldcom pour que les marchés financiers et les parties prenantes prennent davantage conscience des enjeux financiers liés à la gouvernance d'entreprise. Depuis, et de manière concomitante aux scandales financiers plus récents (Renault en 2018, Wirecard en 2019, William Saurin en 2021), les sociétés ont porté une attention croissante aux enjeux de gouvernance financière. La littérature scientifique a été considérablement enrichie et diversifiée même s'il demeure aujourd'hui des axes de recherche prometteurs à étudier pour les chercheurs, et certains gouvernements et/ou certaines instances reconnues ont même élaboré des codes de bonne gouvernance d'entreprise à l'attention des sociétés (exemples : OECD, Principles of Corporate Governance, 2004 ; Sarbanes-Oxley Act, 2002 ; The U.K. Corporate Governance Code, 2010 ; Code de gouvernement d'entreprise Afep / Medef, 2013). Parmi les nombreuses questions soulevées par la recherche en gouvernance financière, la question de la performance du conseil d'administration demeure et reste, encore aujourd'hui, fondamentale (Wirtz, 2019).

1. Le conseil d'administration comme mécanisme interne de gouvernance

Dans un système de gouvernance d'entreprise tel que défini, le conseil d'administration est à considérer comme le mécanisme interne le plus important par ses rôles que nous aborderons ultérieurement, par le pouvoir qui lui est conféré, et par sa position délicate dans la relation d'agence entre les actionnaires souverains et les dirigeants assurant la gestion au quotidien de la société. Composé de personnes physiques et/ou morales, le conseil d'administration est une instance collégiale mandatée par les actionnaires auxquels ce dernier répond de l'exercice de ses missions lors des assemblées générales. Le CA assure une mission légale qui consiste à veiller à la bonne gestion de la société par la direction générale, et à prendre des décisions concernant les orientations stratégiques de la société ou du groupe (Code de Commerce, article L225-35). Selon le code Afep-Medef, le CA s'attache à « promouvoir la création de valeur par l'entreprise à long terme en considérant les enjeux sociaux et environnementaux de ses activités », détermine la stratégie de l'entreprise, gère la nomination et la rémunération des dirigeants mandataires sociaux, contrôle la qualité de l'information financière, et examine les risques stratégiques.

En son sein, nous y retrouvons normalement de 3 à 18 administrateurs élus par l'assemblée générale des actionnaires, dont le Président du conseil d'administration qui est obligatoirement une personne physique et qui peut cumuler son statut avec les fonctions de directeur général (PDG dans ce cas). Il convient de préciser que le conseil d'administration est un organe de décision très réglementé par le Code de Commerce concernant le profil des administrateurs, le fonctionnement, le cumul des mandats, ou encore la prise de décision. De même, il ne semble pas inutile de préciser qu'il existe également, en France, la possibilité d'opter pour un conseil de surveillance et un directoire (structure duale) au lieu d'un conseil d'administration et un directeur général (structure moniste).

Le CA peut décider de mettre en place des comités ad hoc (comité d'audit, comité stratégique, comité RSE, comité des rémunérations...etc.) pour l'assister dans ses travaux et responsabilités. Ces comités ayant donc pour objectif d'assurer certaines tâches

spécifiques en s'appuyant sur la spécialisation de ses membres (administrateurs), et in fine de préparer, de faciliter et d'améliorer la qualité des travaux du CA.

2. Courants théoriques et rôles du conseil d'administration

La littérature en gouvernance financière attribue traditionnellement deux rôles au conseil d'administration (Hillman et Dalziel, 2003 ; Forbes et Milliken, 1999 ; Zahra et Pearce, 1989). Le premier est le rôle de contrôle / de surveillance qui a pour objectif de s'assurer que la société soit gérée en cohérence avec la stratégie qui a été définie, et dans l'intérêt des actionnaires. Le second rôle peut être considéré comme un rôle stratégique qui a pour objectif d'élaborer la stratégie de la société, de participer de manière directe (mise à disposition de ressources) ou indirecte (conseils aux dirigeants) à sa mise en œuvre et à son succès. Ces deux rôles du conseil d'administration découlent directement de deux grands courants théoriques de la gouvernance qui ont souvent été opposés alors qu'ils sont plutôt considérés comme complémentaires dans notre modèle théorique de base.

2.1 Rôle de contrôle et de surveillance

La justification de l'importance du rôle de contrôle et de surveillance du conseil d'administration trouve principalement son origine dans le courant dominant de la gouvernance d'entreprise, à savoir le courant contractuel. Ce courant contractuel se concentre essentiellement sur la réduction des conséquences financières des conflits d'agence, qui découlent de la relation entre les actionnaires et les dirigeants (voire d'autres parties prenantes), dans le but d'optimiser la création de valeur de la société. Au sein de ce courant contractuel de la gouvernance, il est possible de distinguer l'approche par la valeur actionnariale qui découle de la théorie classique de l'agence qui est aussi appelée « théorie de la gouvernance financière » (modèle toujours dominant, Huse, 2018), et l'approche par la valeur partenariale qui découle plutôt de la théorie des parties prenantes ou de la théorie de l'agence généralisée, souvent appelée « théorie partenariale de la gouvernance ».

Concernant la théorie de l'agence (Jensen et Meckling, 1976 ; Fama, 1980), c'est-à-dire la théorie de la gouvernance financière, celle-ci stipule que les coûts d'agence, à comprendre comme les pertes de valeur découlant essentiellement des divergences d'intérêts entre les actionnaires et les dirigeants de sociétés managériales, réduisent les gains potentiels liés à la coopération et donc le niveau de création de valeur finale. Cette théorie de l'agence propose ainsi d'étudier les facteurs et mécanismes qui influencent l'efficacité des formes organisationnelles en ayant comme principal critère d'évaluation la réduction des conflits d'intérêts et des coûts d'agence (Charreaux, 1999). Il est intéressant de noter que la théorie positive comptable présentée par Watts et Zimmerman de l'école de Rochester (1978, 1986), basée sur « l'utilité contractuelle de l'information comptable » tout en s'inspirant notamment de la théorie de l'agence et de la théorie économique de la réglementation (Posner, 1974 ; Ecole du Public Choice), a considérablement orienté les recherches scientifiques construites sur la base de théorie de l'agence vers une méthodologie positive. Du point de vue de la théorie classique de l'agence, le système de gouvernance a pour rôle principal de réduire au maximum les pertes de valeur issues des divergences d'intérêts (sur ou sous-investissement, dépenses inutiles, enracinement des dirigeants) dans le but de mieux satisfaire l'intérêt des actionnaires. Il en découle que le système de gouvernance se doit, au travers de la mise en place de mécanismes « intentionnels » (droit de vote, conseil d'administration, comités, dualité...) et par le fonctionnement de mécanismes spontanés (marché des dirigeants, marché des OPA / OPE) que Charreaux explique particulièrement bien dans son article (2000), de réduire les conflits d'intérêts et les asymétries d'informations entre les actionnaires et les dirigeants dans le but d'optimiser la création de valeur actionnariale. Sur ces mécanismes de gouvernance, Fama (1980) considère que le marché des dirigeants (réputation, évaluation en fonction des résultats financiers des sociétés...) est le mécanisme dominant, mais que ce dernier doit être complété par des mécanismes plus internes. A ce titre, le conseil d'administration est considéré comme un mécanisme de gouvernance interne au service de la réduction des coûts d'agence et donc de l'optimisation de la rente. Par conséquent, le conseil d'administration se doit d'assurer un rôle considérable dans la relation d'agence, à savoir contrôler et surveiller les dirigeants et leurs décisions. Ce rôle, qui est le plus repris et admis par l'ensemble des chercheurs, implique la mise en place d'outils de gouvernance pour orienter les décisions et comportements des dirigeants (stock-options,

rémunérations, parachutes dorés, restrictions statutaires), et l'instauration d'obligations pour les dirigeants de rendre compte de leur gestion afin de limiter les asymétries d'informations qui pourraient être exploitées (Rindova, 1999). Par ailleurs, il ne faut pas sous-estimer le pouvoir confié au conseil d'administration pour assurer ce rôle puisque la loi l'autorise par exemple à révoquer ad nutum les dirigeants de la société. Pour bien exercer son rôle de surveillance et de contrôle, il peut sembler utile de nommer des administrateurs indépendants, d'avoir une représentation directe au CA des actionnaires ayant une participation élevée dans le capital, d'envisager la séparation des fonctions de Directeur général et de Président du conseil d'administration, ou encore de mettre en place un comité sur les rémunérations et un comité sur l'audit des comptes. À cette théorie de la gouvernance financière pure, il est possible d'y associer deux travaux complémentaires : celui de Hill et Jones (1992) qui ont proposé de généraliser la théorie de l'agence à l'ensemble des requérants susceptibles d'avoir des conflits d'intérêts avec les dirigeants (actionnaires, banques, salariés et partenaires commerciaux) ; celui de Shleifer et Vishny (1989) qui ont précisé le comportement des dirigeants en expliquant que ces derniers, en plus d'être opportunistes, avaient tendance à s'enraciner dans la société pour se protéger contre le manque de diversification de leur capital humain.

Enfin, cette théorie a aussi été développée dans une version nommée la théorie partenariale de la gouvernance (Freeman et Reed, 1983). Cette dernière relève du même courant contractuel, mais permet a priori de mieux rendre compte du fonctionnement des sociétés peu « managériales », d'introduire l'idée que les conflits d'intérêts entre les actionnaires et les dirigeants peuvent être faibles (théorie de l'intendance, Donaldson, 1990 ; Davis et al., 1997), et surtout de prendre en considération la satisfaction des intérêts des autres parties prenantes de la société (les salariés, dirigeants, clients, fournisseurs, partenaires...etc.). Ces parties prenantes sont à l'origine de la création de la rente organisationnelle (Charreaux et Desbrières, 1998), et cette vision partenariale permet de dépasser et d'élargir la relation dyadique propre à la théorie de l'agence originelle.

Ainsi, et en résumé du courant contractuel, la gouvernance financière pure (théorie de l'agence) estime que le CA a pour principale mission de surveiller et contrôler les décisions

et comportements des dirigeants, via des mécanismes de dédouanement et d'incitation, pour éviter que ces derniers accaparent, de manière opportuniste, une partie de la rente actionnariale. Quant à la gouvernance partenariale, celle-ci considère que le CA a une mission similaire mais élargie, à savoir limiter les conflits d'intérêts entre les différentes parties prenantes de la société qui pourraient avoir un impact négatif sur le niveau de la rente partenariale créée.

2.2 Rôle de conseil stratégique

Le second rôle, largement admis par les chercheurs en gouvernance financière, confère au CA la lourde responsabilité d'élaborer la stratégie de la société, et de participer, par la mise à disposition de ressources et/ou la formulation de conseils aux dirigeants, à sa mise en œuvre et à son succès (McNulty and Pettigrew, 1999 ; Zahra et Pearce, 1989 ; Schmidt et Brauer, 2006). Ce rôle a été, quant à lui, vraiment étudié à partir des années 1990 avec l'émergence du courant cognitif de la gouvernance d'entreprise. Ce courant cognitif plaide en faveur d'un système de gouvernance qui contribuerait activement, à partir du levier cognitif (lié à la connaissance et aux compétences), au processus de création de valeur.

Selon Charreaux (2006), le courant cognitif repose essentiellement sur deux grandes théories dont la principale est la théorie des ressources « Resource-based view theory » (Penrose, 1959 ; Makadok, 2001). Cette dernière stipule que les sociétés doivent mobiliser et développer des ressources stratégiques en vue de créer des avantages compétitifs et in fine des rentes durables, théorie qui sera élargie en ajoutant l'importance du concept de compétences (Prahalad et Hamel, 1990). La seconde théorie sur laquelle s'appuie le courant cognitif est la théorie évolutionniste néo-schumpetérienne (Nelson et Winter, 1982 ; Dosi, 1988) qui est construite sur une vision très dynamique et cognitive de l'économie, et qui s'intéresse principalement aux causes et conséquences de l'innovation en insistant sur de grands concepts tels que les compétences, l'apprentissage organisationnel (Argyris et Schön, 1978), la viabilité et la sélection naturelle. Pour être précis, ajoutons le fait que Charreaux (2000, p11) considère que la théorie de la dépendance aux ressources (Pfeffer et Salancik, 1978) « ne relève pas du paradigme de l'efficacité dans lequel s'inscrivent les théories de la gouvernance, mais celui du

pouvoir dans une perspective défensive » étant donné que cette théorie est parfois mobilisée pour justifier la présence de certains administrateurs externes au conseil d'administration d'une société dans le but de mieux contrôler son environnement externe.

De ces sources théoriques, nous pouvons comprendre que ce courant ne considère pas, contrairement au courant contractuel, que le conseil d'administration ait pour premier objectif de réduire les conflits d'intérêts et les coûts d'agence dans le but d'optimiser un niveau de création de valeur actionnariale ou partenariale donné qui lui serait exogène par son origine. Au contraire, le courant cognitif considère que le conseil d'administration a pour premier objectif de s'investir et de participer pleinement au processus stratégique dans le but de contribuer au bon développement de la société, ce qui pourrait permettre d'augmenter le niveau de création de valeur. Ainsi, sous le courant cognitif, les administrateurs sont invités à mettre à disposition de la société des ressources stratégiques, des relations privilégiées, des compétences spécifiques, leur capacité d'analyse et d'interprétation, leurs savoirs acquis via leurs expériences professionnelles, et toute sorte d'élément cognitif pour prendre les meilleures décisions stratégiques, pour conseiller les dirigeants sur les modalités de mise en œuvre de la stratégie, pour gérer des situations complexes...etc., bref, pour contribuer au développement et à la performance financière de la société. Dans cette perspective, il semble pertinent de souhaiter la présence d'administrateurs internes qui ont une bonne connaissance de la société et de ses actifs spécifiques, mais aussi d'administrateurs externes qui pourront formuler de précieux conseils sur des opportunités en termes de financement, d'acquisition, ou encore de développement de la société. De même, il peut par exemple être avantageux de nommer des administrateurs ayant d'excellentes relations externes avec des partenaires, des organisations publiques, ou encore des administrateurs siégeant dans des sociétés ayant un poids économique important dans le secteur concerné.

Avant de terminer sur les rôles du conseil d'administration, nous souhaitons introduire un complément aux deux principaux courants théoriques de la gouvernance d'entreprise qui est susceptible d'être mobilisé pour apprécier la performance d'un conseil d'administration. Parfois présentée comme un troisième courant de la gouvernance (Charreaux, 2011), nous considérerons la gouvernance comportementale comme un facteur à considérer dans les études sur le CA. En effet, la gouvernance comportementale

s'intéresse aux biais comportementaux et émotionnels qui affectent les décisions des dirigeants et des administrateurs, biais qui pourraient être responsables d'une perte de valeur pour la société. Cette approche comportementale de la gouvernance trouve son origine dans les premiers travaux d'économistes (March et Simon, 1958 ; Cyert et March, 1963) et revendique l'introduction d'une dimension comportementale dans la construction des modèles de gouvernance afin de lutter contre les biais cognitifs des dirigeants et administrateurs (Tversky et Kahneman, 1981 ; Morck, 2004), et de renforcer l'efficacité du conseil d'administration (Marnet, 2008).

En synthèse, et même s'il existe des différences dans la terminologie et dans les classifications, les deux rôles du CA cités et expliqués dans les paragraphes précédents sont ceux qui seront donc retenus dans cette thèse étant donné qu'ils font l'objet d'un consensus parmi les chercheurs lorsqu'il s'agit d'identifier les principaux rôles d'un CA sous une perspective comptable et financière de la gouvernance d'entreprise (Zahra et Pearce, 1989 ; Johnson et al., 1996). Comme l'a souligné Charreaux (2000, p3-4), aucun courant théorique de la gouvernance d'entreprise ne permet d'expliquer complètement tous les aspects possibles de la réalité d'un conseil d'administration en termes de rôles, de forme, de taille, ou encore de composition. Par conséquent, il nous semble intéressant et cohérent de mobiliser dans cette thèse par article plusieurs courants théoriques complémentaires lorsqu'il s'agira d'établir des relations entre les rôles du CA et des variables expliquées au niveau de la société.

3. L'approche par le capital intellectuel appliquée au CA

A la suite d'une première vague conséquente de travaux en gouvernance financière dans les années 80-90, la littérature a vraiment mis en évidence le fait que le CA assurait un rôle considérable, et que sa structure et sa composition avaient bien un impact réel sur les décisions prises telles que le changement de stratégie (Goodstein et Boeker, 1991), les restructurations (Johnson et al., 1996), le niveau de risque et l'horizon de la stratégie (Baysinger et al., 1991), ou encore la probabilité de faillite (Chaganti et al., 1985). Cependant, les résultats se sont montrés bien moins concluants et robustes lorsqu'il s'agissait d'établir une relation statistique significative entre la structure et la composition du conseil d'administration et d'autres variables plus complexes et indirectes telles que la

performance financière de la société. Dès lors, certains chercheurs (Pettigrew, 1992 ; Dalton and al., 1999) expliquèrent que le pouvoir explicatif des variables caractéristiques classiques du conseil d'administration (taille, indépendance, cumul ou dissociation des fonctions de PCA et DG) était limité, et qu'il serait intéressant d'intégrer d'autres variables complémentaires pour mettre en évidence les processus et mécanismes à l'œuvre au sein du CA. Précisons également qu'à cette période, la plupart des études menées par les chercheurs en comptabilité et finance utilisaient principalement la théorie de l'agence comme grille de lecture, d'analyse et d'interprétation (Adams et al., 2010), et le rôle de contrôle et surveillance du conseil d'administration comme variable intermédiaire principalement étudiée. Même si certaines de ces études considéraient tout de même d'autres variables telles que l'expertise en finance ou en droit (Jensen, 1986), c'est véritablement à partir de la fin des années 1990, qu'ont été menées des études approfondies sur des variables portant davantage sur le profil des administrateurs et le fonctionnement du conseil d'administration. Ces études ont permis de développer l'approche théorique par le courant cognitif, et d'enrichir l'état de la connaissance en considérant davantage le rôle d'élaboration de la stratégie et de conseils stratégiques. Avec l'espoir et la volonté d'apporter des réponses sur la composition et la configuration optimale d'un conseil d'administration (Boone et al., 2007), et grâce à la mise en lumière du rôle stratégique du conseil d'administration en termes de succès de la société (Sonnenfeld, 2002) et de création de valeur (Kiel et Nicholson, 2001), il y a eu une véritable volonté, de la part de nombreux chercheurs, d'ouvrir la « boîte noire » que représentait le conseil d'administration (expression de Huse, 2007 ; Forbes et Milliken, 1999). C'est dans un tel contexte de recherche que l'approche par le capital intellectuel a été développée et transposée aux problématiques du conseil d'administration.

3.1 Le concept de capital intellectuel

Dans cette thèse, nous nous sommes inspirés d'un cadre conceptuel construit autour du concept de capital intellectuel, et appliqué au niveau du CA dans le but de d'appréhender le fonctionnement et les enjeux de ce dernier. Ce cadre conceptuel a été une source riche pour envisager l'étude de certaines relations empiriques entre la structure et les caractéristiques du CA et des administrateurs, et des variables expliquées au niveau de la

société. Comme tout cadre conceptuel, nous avons complété cette approche par la mobilisation des principales théories en gouvernance financières présentées précédemment, et nous avons été parfois limités par la faisabilité empirique dans le sens où il est parfois difficile, voire quasi-impossible, d'obtenir des données fiables pour mesurer certaines variables.

Stewart (1997), qui a été le premier à véritablement évoquer le concept de capital intellectuel, proposa de définir le concept comme étant assimilable à « l'intelligence collective d'une entreprise composée d'un ensemble de connaissances, d'informations, d'expériences et de propriétés intellectuelles ». En adoptant une vision plus large du concept, Rastogi (2003, p.230) considère le capital intellectuel comme « la méta-capacité holistique d'une entreprise à coordonner, orchestrer, et déployer ses connaissances pour créer de la valeur dans la poursuite d'objectifs ». Enfin, et plus récemment, nous évoquerons Guthrie et al. (2011) qui définissent le capital intellectuel comme « l'ensemble des ressources liées à la connaissance d'une société dans le domaine des compétences des employés, de ses relations commerciales et financières, ou encore dans le domaine des technologies de l'information de la communication ». De ces définitions, il en ressort l'idée générale que toute société dispose d'un capital intellectuel plus ou moins riche qui correspond à un ensemble a priori assez flou de ressources incorporelles et de connaissances qu'elle est susceptible de mobiliser pour atteindre ses objectifs.

A l'échelle d'une entreprise, et avec une volonté de sensibiliser les acteurs de la recherche sur l'intérêt du capital intellectuel (première étape pour l'introduction d'un nouveau concept selon Guthrie et al., 2011), une véritable littérature s'est développée, à la fin des années 90, en vue de formuler des propositions de classification du capital intellectuel (Sveiby, 1997 ; Edvinson, 1997 ; Stewart, 1997 ; Edvinsson et Stenfelt, 1999 ; Edvinsson et Malone, 1997 ; Roos et al., 1997) tout en lui accordant un pouvoir explicatif de la valeur du ratio book-to-market, souvent supérieur à 1. Tout comme l'ont précisé Bukh et al. (2001, p91-92), il est possible de faire ressortir de ces premiers grands travaux une classification du capital intellectuel en trois grandes catégories, même si le vocabulaire diffère légèrement selon les chercheurs : la catégorie « structure externe » reliée aux clients, la catégorie « structure interne » reliée aux processus et à l'organisation, et la

catégorie « capital humain » reliée aux compétences des ressources humaines. Quelques travaux intéressants permettent de compléter cette classification (Boedker et al., 2008 ; Canibano et al., 2002) en considérant aussi qu'il est possible d'identifier trois catégories pour le capital intellectuel, à savoir le capital humain, le capital structurel / organisationnel, ainsi que le capital relationnel qui intègre les relations avec l'ensemble des parties prenantes et non seulement avec les clients. Cette dernière classification est partagée par l'Union Européenne qui s'est également intéressée au capital intellectuel en mobilisant, à travers des projets tels que « MERITUM » (2001) et « RICARDIS » (2006), de nombreux chercheurs et experts reconnus sur le sujet. Dans le projet intitulé « MERITUM » (2001, page 80, point 23), les chercheurs ont construit et proposé une définition large du capital intellectuel en le considérant également comme « une combinaison de ressources humaines, organisationnelles et relationnelles d'une organisation ».

L'idée de transposer le cadre conceptuel du capital intellectuel de l'entreprise à l'échelle d'un CA peut se justifier par le fait que ce dernier est un organe collégial de décision caractérisé par une structure et des règles de fonctionnements (capital structurel), mais aussi par des membres disposant de compétences et connaissances (capital humain), ayant des relations (capital relationnel), et interagissant les uns avec les autres (capital social). Dans ce sens, et par transposition, il est légitime de considérer que le CA soit doté d'un capital intellectuel.

3.2 Composantes du capital intellectuel

Commençons par le capital humain des administrateurs. Nous pouvons considérer que celui-ci est composé des « compétences, de l'expertise et des connaissances innées ou acquises par l'expérience » (Castanias et Helfat, 2001 : 662) des administrateurs. Il est également possible d'ajouter la créativité, l'esprit d'innovation, ou encore les attitudes de ces derniers (Bontis et Serenko, 2009), même si les compétences demeurent la composante principale du capital humain des administrateurs (Andriessen, 2004). Ce capital humain est déterminé à l'échelle d'un administrateur par exemple par son niveau de connaissance du secteur, son expérience professionnelle, ses diplômes, ou encore sa

personnalité, et à l'échelle du conseil d'administration par le choix des administrateurs nommés par les actionnaires. Concernant le capital humain, nous pouvons surtout citer des études empiriques relatifs à la spécialité du diplôme des administrateurs (Rose, 2007 ; Jensen et al., 2004 ; Faleye et al., 2013), au type de diplôme et d'organisme de formation (Kim et al., 2010 ; Dalziel et al., 2011), aux connaissances spécifiques des administrateurs (Masulis et al., 2013 ; Tian et al., 2011), à l'expérience et à l'expertise des administrateurs (Johnson et al., 2013, Oxelheim et al., 2013 ; Hillman et al., 2008).

La deuxième composante du capital intellectuel du conseil d'administration, qu'il serait à vrai dire possible d'associer au capital humain, est le capital relationnel. Celui-ci est à rattacher aux réseaux sociaux des administrateurs, c'est-à-dire à la qualité de leurs relations avec des acteurs influents de l'environnement interne et/ou externe de la société et à leur réputation, qui pourraient être mobilisés au service des enjeux du CA et de la société. Il paraît en effet avantageux pour une société d'avoir des administrateurs ayant des relations privilégiées avec les pouvoirs publics, avec des investisseurs potentiels ou encore avec des start-ups prometteuses dans le sens où ces administrateurs pourraient éventuellement offrir à la société des opportunités de développement stratégique, et faciliter la mise en œuvre et/ou la réussite de la stratégie de la société (Hillman et al., 2000). Au niveau des études empiriques, nous pouvons évoquer des articles de référence sur les relations des administrateurs avec le gouvernement (Hillman, 2005), sur les profils d'administrateurs (Markarian et al., 2007), et sur le cumul par les administrateurs de mandats (Ferris et al., 2003 ; Dalziel et al., 2011 ; Jensen et al., 2004).

La prochaine composante du capital intellectuel du conseil d'administration à évoquer est le capital structurel. Sur ce point, Cohen et al. (2007) considèrent que le capital structurel correspond aux éléments incorporels qui demeurent dans la société lorsque les administrateurs ne sont pas présents. Ainsi, les procédures et méthodes propres au conseil d'administration, sa structure, sa taille, son mode de fonctionnement et l'organisation de son travail, les normes, les valeurs, la routine, ou encore la présence de comités sont autant de caractéristiques possibles pour identifier le capital structurel du conseil d'administration (Bontis et al., 1999 ; Stewart, 1997). Plus traditionnellement, la littérature a surtout étudié la structure du CA en appréciant sa taille (nombre

d'administrateurs), son mode de direction (avec ou sans dissociation des fonctions de PCA et DG), et son degré d'indépendance (proportion d'administrateurs indépendants). Il existe toutefois des études intéressantes sur la fréquence et la durée des réunions (Ferreira, 2009 ; Masulis et al., 2012), sur la présence de comités (Klein, 2002 ; Vafeas, 1999), ou encore sur l'impact des procédures au sein du CA (Pugliese et al., 2007).

Un point essentiel, qui complexifie l'étude du capital intellectuel, réside dans le constat que la présence latente d'un niveau élevé de capital humain et de capital relationnel au sein d'un conseil d'administration ne saurait être une garantie infaillible de la performance de ce dernier, et in fine de la société. En effet, le capital humain et le capital relationnel des administrateurs sont en quelque sorte le point de départ de l'analyse du capital intellectuel du conseil d'administration, puisque ces derniers représentent la capacité maximale théorique du conseil d'administration à réaliser efficacement ses missions. Toutefois, il convient de prendre en compte l'impact net positif ou négatif du capital structurel du conseil d'administration sur l'utilisation réelle par les administrateurs de leur capital humain et relationnel. Pour illustrer ces propos, nous pouvons citer la qualité des procédures de contrôle, le nombre de réunions par comité, ou encore la qualité de la circulation des informations comme étant des éléments du capital structurel susceptibles d'entraîner des conséquences sur la mobilisation optimale du capital humain et relationnel des administrateurs.

Avec des effets assez similaires au capital structurel, nous terminons avec une composante fondamentale dans une telle instance collégiale qu'est le CA, à savoir le capital social. Le terme « capital social » correspond à un ensemble de facteurs sociaux collectifs susceptibles d'influencer le comportement des individus appartenant au groupe social étudié (Coleman, 1988). Même si le terme « capital social » est peu mobilisé en gouvernance d'entreprise, il correspond en réalité aux phénomènes sociaux propres aux groupes tels que la cohésion, la confiance, les conflits, la diversité ou encore le pouvoir qui ont, quant à eux, été étudiés par de nombreux chercheurs tels que Forbes et Milliken (1999, figure 1), Stevenson et al. (2009), Minichilli et al. (2012), ou encore Frijns et al. (2016). Ce capital social peut donc aussi bien influencer positivement que négativement la mobilisation du capital humain et relationnel des administrateurs. Par exemple, une mauvaise entente peut avoir comme conséquence le non-partage d'idées ou de

connaissances, alors que des conflits cognitifs constructifs peuvent contribuer à la qualité des décisions.

Conclusion

En adoptant une approche du conseil d'administration par le capital intellectuel, l'objectif recherché consiste à explorer et à analyser dans quelle mesure le capital humain et le capital relationnel des administrateurs influencent la performance du conseil d'administration, et in fine la performance de la société, tout en prenant en considération l'impact du capital structurel et du capital social du conseil d'administration sur cette relation.

Cette approche conceptuelle globale par le capital intellectuel de la performance du conseil d'administration est soutenue notamment par Nicholson et Kiel (2004) qui considèrent qu'un CA présente plusieurs caractéristiques qui invitent les chercheurs à l'étudier sous une approche holistique, dynamique et sociale. En effet, Nicholson et Kiel (2004) soutiennent une telle approche en expliquant qu'un conseil d'administration présente une interdépendance interne (exemples : la mise en place d'un nouveau comité peut influencer les relations interpersonnelles, l'arrivée d'un nouvel administrateur peut créer des conflits), dispose d'une capacité de feedback qui lui permet d'agir sur son propre fonctionnement (modification d'une procédure qui nuirait à la cohésion par exemple), et répond au principe d'équifinalité dans le sens où plusieurs leviers peuvent être actionnés pour atteindre un même objectif (exemple pour une levée de capitaux).

Un schéma de synthèse est proposé en figure 2 pour illustrer d'une part le cadre théorique général retenu dans les trois articles empiriques suivants, et d'autre part l'approche globale par le capital intellectuel du CA qui a été une source d'inspiration significative dans la construction de ces trois articles de recherche.

Figure 1 : Modèle théorique de Forbes et Milliken (1999)

A Model of Board Processes and Their Impacts on Board Effectiveness

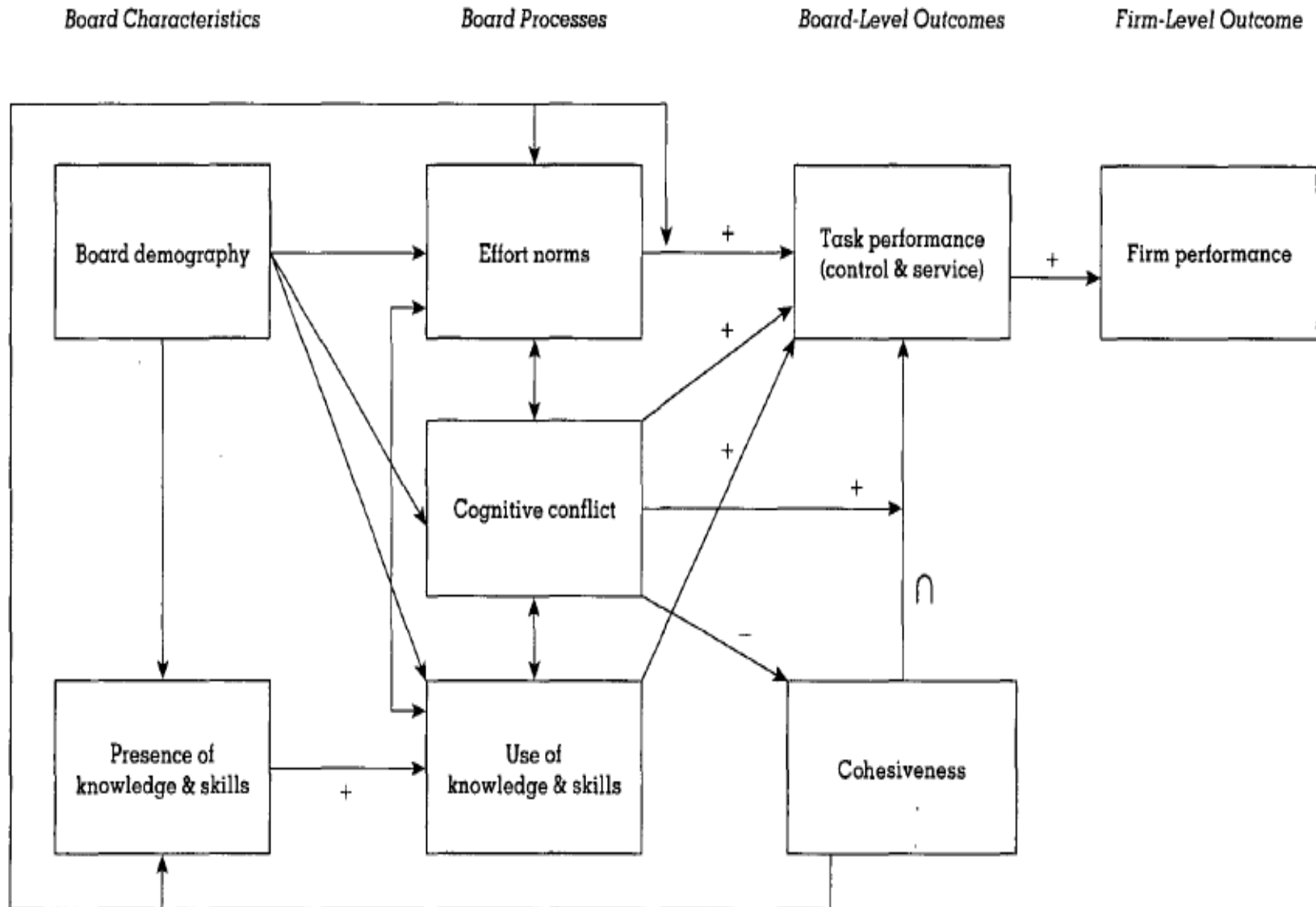
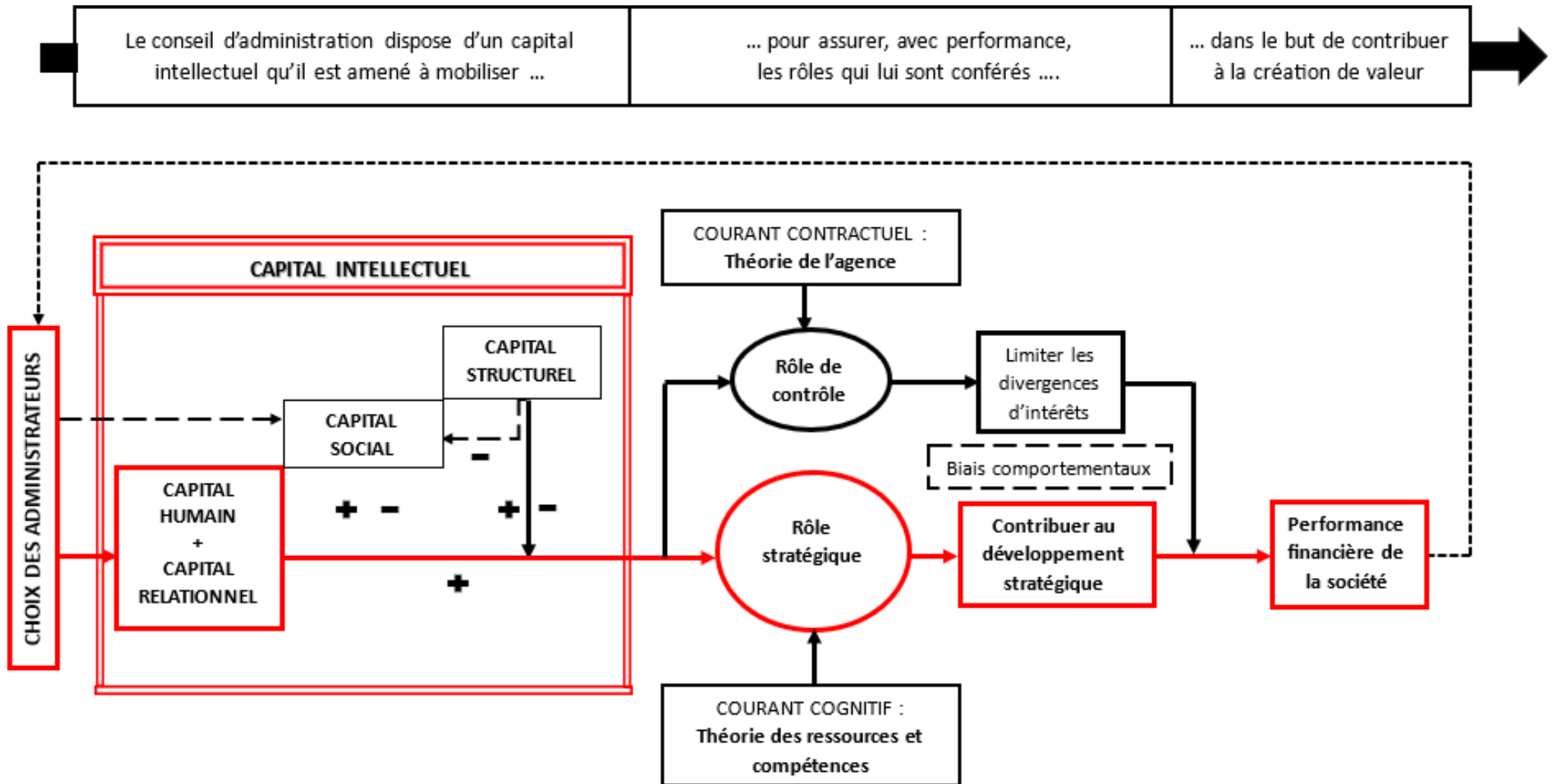


Figure 2 : Cadre conceptuel d'analyse par le capital intellectuel de la performance du CA



Références bibliographiques du chapitre 1

Adams, R. B., Hermalin, B. E., & Weisbach, M. S., 2010, "The role of boards of directors in corporate governance: A conceptual framework and survey", *Journal of Economic Literature*, 48: 58-107.

Andriessen, D., 2004, "IC valuation and measurement: classifying the state of the art", *Journal of Intellectual Capital*, Vol. 5 Issue: 2, pp.230-242.

Argyris, C., Schön, D. A., 1978, "Organizational Learning: A Theory of Action Perspective", Reading, MA: Addison-Wesley Publishing Company.

Baysinger B.D., Kosnik R.D., Turk T.A., 1991, «Effects of Board and Ownership Structure on Corporate R&D Strategy », *Academy of Management Journal*, vol. 34, p. 205-214.

Berle, A., Means, G., 1932, "The Modern Corporation and Private Property", New York, Transaction Pub.

Boedker, C., Mouritsen, J., & Guthrie, J., 2008, "Enhanced business reporting: international trends and possible policy directions", *Journal of Human Resource Costing & Accounting*, 12(1), 14–25.

Bontis, N. and Serenko, A., 2009, "A follow-up ranking of academic journals", *Journal of Knowledge Management*, Vol. 13 No. 1.

Bontis, N., DeGroot, M.G., Dragonetti, N.C., Roos, J., Roos, G., 1999, "The knowledge toolbox: A Review of the Tools Available To Measure and Manage Intangible Resources", *European Management Journal*, Vol. 17, No. 4.

Boone, A. L., Field, L. C., Karpoff, J. M. and Raheja, C. G., 2007, "The determinants of corporate board size and composition: An empirical analysis", *Journal of Financial Economics*, 85, 65-101.

Bukh, P.N., Larsen, H.T., Mouritsen, J., 2001, "Constructing intellectual capital statements", *Scandinavian Journal of Management*, Vol.17, 87-108.

Cañibano, L., Garcia-Ayuso, M. and Sanchez, P., 2000, "Accounting for intangibles: A literature review", *Journal of Accounting Literature*, 19: 102–130.

Castanias, R., Helfat, C.E., 2001, "The Managerial Rents Model: Theory and Empirical Analysis", *Journal of Management*, 27, 661-678.

Chaganti, V., Mahajan, S., Sharma, S., 1985, Corporate board size, composition, and corporate failures in retailing industry. *Journal of Management Studies*, 22 (1985), pp. 400-417

Charreaux, G., 1997, « Le gouvernement des entreprises », *Economica*, Paris.

Charreaux, G., 2000, « La théorie positive de l'agence : positionnements et apports », *Revue d'Économie Industrielle*, n° 92, p. 193-214.

Charreaux, G., 2006, « Les théories de la gouvernance : de la gouvernance des entreprises à la gouvernance des systèmes nationaux », *Gouvernance des entreprises Nouvelles perspectives*, Paris, *Economica*.

Charreaux, G., 2003, « Le gouvernement d'entreprise », *Encyclopédie des Ressources Humaines*, Vuibert, Paris, p. 628-640.

Charreaux, G., et Desbrières, P., 1998, « Gouvernance des entreprises : valeur partenariale contre valeur actionariale », *Finance Contrôle Stratégie*, vol. 1, n° 2, p. 57-88.

Charreaux, G., 2011, « Quelle théorie pour la gouvernance ? De la gouvernance actionnariale à la gouvernance cognitive et comportementale », Cahier du FARGO n°1110402.

Cohen, S., Kaimenakis, N., 2007, "Intellectual capital and corporate performance in knowledge-intensive SMEs", *The Learning Organization*, Vol. 14 Issue: 3, pp.241-262.

Coleman, J., 1988, "Social capital in the creation of human capital", *American Journal of Sociology Supplement*, 94, 93–120.

Dalton, D. R., Daily, C. M., Johnson, J. L., Ellstrand, A. E., 1999, "Number of directors and financial performance: A meta-analysis", *Academy of Management Journal*, 42: 674-686.

Dalziel, T., Gentry, R. J., Bowerman, M., 2011, "An integrated agency—Resource dependence view of the influence of directors' human and relational capital on firms' R&D spending", *Journal of Management Studies*, 48(6), 1217–1242.

Davis, J. H., Schoorman, F. D., Donaldson, L., 1997, "Toward a Stewardship Theory of Management.", *Academy of Management Review*, 22(1), 20–47.

Donaldson, L., 1990, « The Ethereal Hand: Organizational Economics and Management Theory», *Academy of Management Review*, vol. 15, n°3, p. 369-381.

Dosi, G., 1988, "Institutions and markets in a dynamic world", *The Manchester School*, May.

Edvinsson, L., 1997, "Developing intellectual capital at Skandia", *Long Range Planning*, 30(3), 266-373.

Edvinsson, L., Malone, M.S., 1997, "Intellectual Capital: Realizing Your Company's True Value by Finding Its Hidden Brainpower", *Harper Business*, New York.

Edvinsson, L., Stenfelt, C., 1999, "Intellectual capital of nations – for future wealth creation", *Journal of Human Resource Costing and Accounting*, Vol. 4, No. 1, 21-33.

European Union, 2001, « MERITUM: MEasuRing Intangibles to Understand and improve innovation Management ».

European Union, 2006, « RICADIS: Reporting Intellectual Capital to Augment Research, Development and Innovation in SMEs ».

Faleye, O., Hoitash, R., & Hoitash, U., 2013, "Industry expertise on corporate boards", *Northeastern U, D'Amore-McKim School of Business*.

Fama, E. F., 1980, "Agency problems and the theory of the firm", *Journal of Political Economy*, 88, 288–307.

Ferreira, D., Ferreira, M.A., Raposo, C.C., 2011, "Board structure and price informativeness", *Journal of financial economics*, vol. 99, 523 -545.

Ferris, S.P., Jagannathan, M., Pritchard, A.C., 2003, "Too Busy to Mind the Business? Monitoring by Directors with Multiple Board Appointments," *Journal of Finance* 58, 1087-1112.

Forbes, D. P., & Milliken, F. J., 1999, "Cognition and corporate governance: Understanding boards of directors as strategic decision-making groups", *Academy of Management Review*, 24, 489–505.

Freeman, R., Reed, D., 1983, "Stockholders and stakeholders: A new perspective on corporate governance", *California Management Review*, 25, pp. 88-106.

Frijns, B., Dodd, O., Cimerova, H., 2016, "The impact of cultural diversity in corporate boards on firm performance", *Journal of Corporate Finance*.

Goodstein, J., Boeker, W., 1991, "Turbulence at the top: A new perspective on governance structure changes and strategic change", *Academy of management Journal*, 34: 304-330.

Guthrie, J., Ricceri, F., Dumay, J., 2011, "Reflections and projections: A decade of Intellectual Capital Accounting Research", *The British Accounting Review* 44 (2).

Hill, C.W.L., Jones, T.H., 1992, "Stakeholder – Agency theory", *Journal of management Studies*, vol. 29, n°2, pp. 131-153

Hillman, A. J., 2005, "Politicians on the board of directors: do connections affect the bottom line?", *Journal of Management*, 31(3), 464–481.

Hillman, A.J., Cannella, A.A., Paetzold, R. L., 2000, "The Resource Dependence Role of Corporate Directors: Strategic Adaptation of Board Composition in Response to Environmental Change", *Journal of Management Studies*, Mar, 37(2), 235-255

Hillman, A. J., Dalziel, T., 2003, "Boards of directors and firm performance: Integrating agency and resource dependence perspectives", *Academy of Management Review*, 28, 383–396.

Hillman, A. J., Nicholson, G., Shropshire, C., 2008, "Directors' multiple identities, identification, and board monitoring and resource provision. *Organization Science*, 19(3), 441–456.

Huse, M., 2007. *Boards, governance and value creation: The human side of corporate governance*", Cambridge University Press.

Huse, M., 2018. *Value-Creating Boards: Challenges for Future Practice and Research*. Cambridge University Press.

Jensen, M.C., Meckling, W.H., 1976, "Theory of the firm: Managerial behaviour Agency Costs and Ownership structure", *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, pp. 305-360.

Jensen M.C., (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *American Economics Review*. 76 (2), 323–329.

Jensen, M., Zajac, E. J., 2004, "Corporate elites and corporate strategy: How demographic preferences and structural position shape the scope of the firm", *Strategic Management Journal*, 25(6), 507–524.

Johnson, J. L., Daily, C. M., Ellstrand, A. E., 1996, "Boards of directors: a review and research agenda", *Journal of Management*, 22, 409–30.

Johnson, G.S, Schnatterly, K., Hill, A., 2013, "Board Composition Beyond Independence: Social Capital, Human Capital, and Demographics », *Journal of Management*, vol.39., 232-262

Klein, A., 2002a, "Audit Committee, Board of Director Characteristics, and Earnings Management.", *Journal of Accounting and Economics*, Vol.33, 375–400.

Makadok, R., 2001, "Toward a synthesis of the resource-based and dynamic capability views of rent creation", *Strategic Management Journal*, 22(5), 387-401.

Markarian, G., Parbonetti, A., 2007, "Firm complexity and board of director composition.", *Corporate Governance: An International Review*, 15, 1224-1241.

Marnet, O., 2005, « Behaviour and Rationality in Corporate Governance », *Journal of Economic Issues*, vol. 39, n° 3, 613-632.

- Masulis, R. W., Ruzzier, C. A., Xiao, S., Zhao, S., 2013, « Do independent expert directors matter? », Working Paper, University of New South Wales.
- Masulis, R. W., Wang, C., Xie, F., 2012, "Globalizing the boardroom—The effects of foreign directors on corporate governance and firm performance", *Journal of Accounting and Economics*, 53(3), 527–554.
- McNulty, T., Pettigrew, A., 1999, "Strategists on the Board", *Organization Studies*, 20, 47–74.
- Minichilli, A., Zattoni, A., Nielsen, S., Huses, M., 2012, "Board task performance: An exploration of micro- and macro-level determinants of board effectiveness", *Journal of Organizational Behavior*, 33, 193-215.
- Morck, R., 2004, "Behavioral Finance in Corporate Governance – Independent Directors and Non-Executive Chairs", Harvard Institute of Economic Research, NBER, SSRN.
- Nelson, R.R., Winter, S.G., 1982, "An Evolutionary Theory of Economic Change", Harvard University Press, Cambridge Mass.
- Nicholson, G.J., Kiel, G.C., 2004, "A Framework for Diagnosing Board Effectiveness. Corporate Governance", *An International Review*, Vol. 12, No. 4, 442-460.
- Nicholson, G.J., Kiel, G.C., 2004, "Breakthrough board performance: how to harness your board's intellectual capital", *Corporate Governance: The international journal of business in society*, Vol. 4, Iss 1, 5 – 23
- OCDE, 1997, *Etudes économiques de l'OCDE – La France en 1997*, Paris.
- Oxelheim, L., Gregoric, A., Randoy, T., Thomsen, S., 2013, "On the internationalization of corporate boards: The case of Nordic firms", *Journal of International Business Studies*, 44(3), 173–194.
- Penrose, E., 1959, "The Theory of the Growth of the Firm", Oxford University Press.
- Perez, R., 2003, « Le gouvernement de l'entreprise », La Découverte, collection « Repères », n° 358, Paris, p5.
- Pettigrew, A., 1992, "On studying managerial elites", *Strategic Management Journal*, 13, 163–182.
- Pfeffer, J., Salancik, G.R., "The External Control of Organizations: A Resource Dependence Perspective", Harper et Row: New York, 1978.
- Posner, R.A., 1974, « Theories of Economic Regulation », *Bell Journal of Economics and Management Science*, n° 5, 335-358.
- Pugliese, A., Wonstop, P. Z., 2007, « Board members' contribution to strategic decision-making in small firms », *Journal of Management and Governance*, Volume 11, Number 4.
- Rastogi, P.N., 2003, "The nature and role of IC Rethinking the process of value creation and sustained enterprise growth", *Journal of Intellectual Capital*, Vol. 4 Iss 2, 227 – 248
- Rindova, V. P., 1999, "What corporate boards have to do with strategy: a cognitive perspective", *Journal of Management Studies*, 36, 953–75.
- Roos, R., Roos, J., 1997, "Measuring your company's intellectual performance", *Long Range Planning*, 30(3): 413–26.
- Rose, C., 2007, "Does female board representation influence firm performance? The Danish evidence", *Corporate Governance: An International Review*, 15(2), 404–413.

Schmidt, S.L., Brauer, M., 2006, "Strategic Governance: How to assess Board Effectiveness in Guiding Strategy Execution", *Strategic Governance*, 14, 13-22.

Shleifer, A., Vishny, R.W., «A Survey of Corporate Governance », *Journal of Finance*, vol. 52, p. 737-783, 1997.

Sonnenfeld, J. A., 2002, "What makes great boards great", *Harvard Business Review*, September: 2–8.

Stevenson, W.B., Radin, R.F, 2009, "Social Capital and Social Influence on the Board of Directors", *Journal of Management Studies*, 46:1.

Stewart, T.A., 1997, "Intellectual Capital: The New wealth of Organization", 1st edition, Nicolas Brealey, Publishing London.

Sveiby, K.E., 1997, "Managing and Measuring Knowledge-based Assets", *The New Organizational Wealth*, 10-11.

Tian, J. J., Haleblan, J. J., Rajagopalan, N., 2011, "The effects of board human and social capital on investor reactions to new CEO selection", *Strategic Management Journal*, 32(7), 731–747.

Tversky, A., Kahneman, D., 1981, "The framing of decisions and the Psychology of choice", *Science*, 211, p. 453-458.

Vafeas, N., 1999, "Board meeting frequency and firm performance", *Journal of Financial Economics*, 53,113-142.

Watts, R.L., Zimmerman, J.L., 1978, « Towards a Positive Theory of the Determination of Accounting Standards », *The Accounting Review*, vol. 53, 112-134.

Watts R.L., Zimmerman, J.L., 1986. *Positive Accounting Theory*. Prentice-Hall, Englewood Cliffs.

Wirtz, P., 2019. *Les meilleures pratiques de gouvernance d'entreprise*, Editions La Découverte, Collection Repères.

Zahra, S. A., Pearce, J. A., 1989, "Boards of directors and corporate financial performance: A review and integrative model", *Journal of Management*, 15, 291–334.

**CHAPITRE II – STRUCTURE DU CA ET PERFORMANCE
FINANCIÈRE : Une approche
par le niveau d'endettement à long terme**

CHAPITRE II – Structure du CA et performance financière : Une approche par le niveau d'endettement à long terme

Résumé : Cet article s'intéresse aux relations entre la structure du CA, le niveau d'endettement long terme, et la performance des sociétés. L'endettement, comme moyen de contrôle du dirigeant et facteur de complexité, est considéré comme une problématique majeure en gouvernance financière. L'article propose de tester l'existence de configurations structurelles du CA optimales pour les actionnaires des sociétés les plus endettées. L'étude statistique repose sur les sociétés appartenant à l'indice CAC All-Tradable entre 2015 et 2019. Les résultats démontrent qu'il semble avantageux pour les sociétés significativement endettées d'éviter les CA de taille réduite et fortement indépendants, dans un souci de performance financière.

Summary: This article focuses on the relationship between the board structure, the long-term debt levels, and the firm performance. Indebtedness, as a tool to monitor management and a factor of complexity, is an important issue for corporate governance. The article aims to study whether there exist optimal board configurations for the shareholders of the most indebted firms. The statistical study is based on the CAC All-Tradable index's firms between 2015 and 2019. Results show that shareholders of indebted firms should avoid smaller board size and limit board independence from a firm performance perspective.

Introduction

Plus de quarante années après l'article de référence de Jensen et Meckling (1976) sur la théorie de l'agence et ses conséquences en matière de gouvernance financière, la question de la composition et de la structure optimale du conseil d'administration (« CA » ci-après) demeure d'actualité dans le monde académique. Question fondamentale au cœur de la gouvernance d'entreprise, cette problématique ressurgit dès lors qu'un mandat arrive à échéance, que certaines normes/recommandations sur l'indépendance des administrateurs et/ou sur la représentation des femmes et des salariés ne sont plus respectées, que l'actionnariat de la société est sensiblement modifié, ou encore dès lors qu'un paramètre considérable évolue au niveau de la stratégie de la société.

De nombreuses interrogations sont à considérer pour penser et structurer le CA afin qu'il contribue de manière optimale à la performance de la société : Faut-il opter pour un cumul ou une dissociation des fonctions de Président du Conseil d'administration et de Directeur général ? Faut-il accroître la taille et/ou le taux d'indépendance du CA ? Ou encore, est-il préférable de renforcer ou d'atténuer le pouvoir décisionnel du dirigeant ? Difficile de répondre à ces questions dans un contexte où ces paramètres de gouvernance d'entreprise sont bien souvent interdépendants, et où la frontière entre les actionnaires, les administrateurs et les dirigeants n'est parfois que poreuse, les mêmes individus assurant des fonctions différentes au sein de la même société.

Répondre à ces questions est d'autant plus difficile que la recherche a clairement mis en évidence qu'il n'y a pas de « one best way » pour structurer et composer un CA (Ferreira et al., 2011). Bien au contraire, de nombreux déterminants doivent être étudiés, dont l'environnement dans lequel la société opère, mais aussi ses caractéristiques financières, avec notamment sa structure du capital.

En matière de modalités de financement, le recours à l'endettement à long terme a été très sollicité par les sociétés cotées depuis 2015. En atteste le rapport de la Banque de France de 2021 qui stipule que le taux d'endettement net des grandes entreprises françaises n'a cessé d'augmenter depuis 2015 en passant d'environ 50% à environ 75% en

2020. Lors de ses vœux 2020, Robert Ophèle, président de l'AMF¹, a aussi insisté sur la dynamique des dernières années en faveur du financement par endettement, avec notamment la phrase suivante : « Les entreprises profitent des taux bas et elles s'endettent ; elles s'endettent pour financer leur développement et elles s'endettent pour racheter leurs actions ». Pour insister, il ajouta constater un « désengagement là encore inédit vis-à-vis du financement par émission d'actions cotées ». Enfin, Barneto et al. (2019) constatent que le poids de la dette financière à long terme représente en moyenne 67% des dettes totales pour le SBF120 sur la période 2010-2018, mais aussi une hausse de l'endettement financier, tout particulièrement pour les dettes financières à long terme en raison des taux d'intérêts faibles sur la période.

Etant donné cette dynamique en faveur de l'endettement sur la période 2015-2020, il devient alors pertinent de présenter à nouveau la problématique de l'endettement à long terme comme un thème actuel de recherche en gouvernance d'entreprise. Au niveau de la littérature existante, l'endettement a premièrement été considéré, dans le cadre de la théorie de l'agence, comme une source de contraintes financières pour les dirigeants à cause des remboursements fixes à honorer, et des risques financiers pour la société et ses actionnaires en raison de l'effet de levier, des charges financières et des défaillances de paiement associées (Fama et Jensen, 1983 ; Pinegar et al., 1989). Plus récemment, dans une approche construite sur la théorie des ressources, des articles ont proposé de considérer aussi l'endettement à long terme comme un facteur de complexité pour la société (Anderson et al., 2011 ; Maati et al., 2017), avec le postulat que les sociétés endettées sont plus difficiles à administrer et à diriger. Que ce soit avec une approche par la théorie de l'agence ou par la théorie des ressources, l'endettement demeure une véritable problématique de gouvernance d'entreprise, à apprécier notamment au niveau du CA en raison de ses rôles stratégiques pour les actionnaires.

Traditionnellement, la littérature attribue deux rôles au CA (Forbes et Milliken, 1999 ; Zahra et Pearce, 1989 ; Charreaux, 2000), à savoir celui de surveiller et de contrôler les décisions du dirigeant, et celui de conseiller au niveau de l'élaboration et de la mise en

¹ <https://www.amf-france.org/fr/actualites-publications/prises-de-parole/discours-de-robert-ophèle-president-de-lamf-vœux-2020-la-place-financière-mercredi-8-janvier-palais>

œuvre de la stratégie par le dirigeant. Selon sa composition et sa structure, un CA a tendance à privilégier, délibérément ou non, son rôle de contrôle via des administrateurs indépendants par exemple (Adams et al. 2007), ou son rôle de conseil via l'hétérogénéité et l'expérience des administrateurs par exemple (Castanias et al., 2001 ; Hillman et al., 2000 ; Maati et al., 2017).

Parallèlement, la littérature reconnaît un effet réel de l'endettement sur le système de gouvernance, et notamment sur les deux rôles assurés par le CA. Le lien entre l'endettement et la performance du CA est théoriquement justifié en gouvernance financière. D'une part, l'endettement, surtout à long terme, exerce un rôle indirect de contrôle à l'égard du dirigeant en raison des contraintes financières (Pinegar et al., 1989 ; Fama et Jensen, 1983), et d'autre part, l'endettement invite le CA à améliorer son rôle de conseil face à une complexité accrue (Anderson et al., 2011 ; Maati et al., 2017 ; Ferreira et al., 2011). Il est ainsi possible d'avancer l'idée selon laquelle les sociétés et leurs actionnaires sont régulièrement invités à repenser leur structure de CA, à la lumière de leur politique d'endettement, afin de rechercher un nouvel équilibre entre le rôle de conseil et le rôle de surveillance en vue d'optimiser in fine la performance (Morellec et al., 2012).

Certains chercheurs se sont ainsi intéressés à la relation entre la structure de gouvernance, et notamment le CA, et le niveau d'endettement, et plus largement la structure du capital (Jensen, 1986 ; Wen et al., 2002). L'hypothèse sous-jacente consistait donc à reconnaître au CA un rôle déterminant dans le choix du financement de la société. Cependant, une relation complémentaire nous semble également intéressante à étudier dans une perspective de performance des sociétés. La question ne serait pas tant de savoir si telle ou telle configuration du CA, ou qualité des administrateurs, favorise ou non le recours à l'endettement à long terme, mais plutôt d'étudier s'il existe des configurations structurelles optimales du CA en termes de performance des sociétés les plus endettées. Le niveau d'endettement à long terme serait dans ce cas à considérer comme une donnée sur la situation financière d'une société, ou encore un enjeu pour la gouvernance d'entreprise. Autrement dit, nous posons la question principale de recherche suivante : Les actionnaires ont-ils intérêt à structurer leur CA en considérant le niveau d'endettement à long terme de la société dans le but d'optimiser la performance ?

Dans cet article, nous proposons des hypothèses en vue de tester statistiquement la relation entre des combinaisons « variables de structure du CA / niveau d'endettement » et la performance de la société, mais aussi des combinaisons entre les variables de structure du CA et la performance des sociétés les plus endettées. Cette approche par les coefficients d'interaction est appliquée à un échantillon de sociétés cotées françaises en panel dynamique sur la période 2015-2019. Nous mobilisons des outils statistiques tels que les régressions linéaires multiples avec effets fixes, et la méthode des moments généralisée en deux étapes afin de préciser nos résultats compte tenu du risque d'endogénéité dans la relation étudiée.

Les résultats obtenus montrent qu'il est dans l'intérêt financier des actionnaires de structurer le CA sous une forme qui favorise le rôle de conseil de ce dernier, et qui limite son rôle de contrôle. Plus précisément, les résultats obtenus montrent que la performance des sociétés les plus endettées est meilleure lorsque leur CA compte entre 8 et 11 administrateurs et que son niveau d'indépendance est inférieur à 33%. Les conclusions de cet article invitent à repenser la structure du CA à la lumière de la politique de financement de la société. Il semble souhaitable pour les actionnaires de sociétés considérablement endettées, ou de sociétés qui envisagent d'augmenter significativement leur taux d'endettement long terme, d'opter pour un CA de taille moyenne avec un niveau d'indépendance faible afin de favoriser le conseil, ou tout au moins d'éviter des configurations structurelles qui renforceraient le contrôle exercé par le CA. Dans cette perspective, les actionnaires des sociétés très endettées peuvent, en fonction de leur structure actuelle du CA, envisager de nommer de nouveaux administrateurs non indépendants, et/ou de ne pas renouveler des mandats d'administrateurs indépendants.

Cet article contribue ainsi à la littérature existante en proposant d'apprécier davantage l'impact des caractéristiques des sociétés, en l'occurrence le niveau d'endettement à long terme, sur les rôles et la performance du conseil d'administration dans le contexte français. Certains chercheurs ont travaillé sur la relation entre les caractéristiques du CA et la structure du capital (Maurice et al., 2015 ; Wen et al., 2002), mais aucune étude, à notre connaissance, n'a réellement intégré la problématique de l'endettement à long terme des sociétés dans l'analyse des configurations structurelles optimales du CA (relation inverse) dans une relation tripartite avec la performance dans le contexte

français. Le contexte français est d'autant plus intéressant que le système financier français accorde un rôle important aux dettes bancaires à long terme (Anderson et al., 2009).

La revue de littérature est présentée en partie 2 en vue de dégager des hypothèses, suivie de la méthodologie de l'étude en partie 3. Les résultats obtenus sont présentés et discutés dans la partie 4 en vue de confirmer ou infirmer les hypothèses. Enfin, la partie 5 est consacrée à la conclusion de l'article en vue d'exposer les apports de l'étude, ses limites et ses possibles suites.

1. Revue de littérature

La relation entre le niveau d'endettement à long terme, la structure du CA, et la performance d'une société est une question de recherche complexe qui mobilise à la fois les chercheurs en finance d'entreprise, et les chercheurs en gouvernance d'entreprise. Pour ces derniers, l'objectif principal ne consiste pas à étudier si l'endettement est souhaitable ou non en tant que tel, mais bien à étudier les effets et les déterminants des mécanismes de gouvernance en vue d'optimiser les performances des sociétés managériales, endettées ou non.

1.1 La relation entre l'endettement, les rôles du CA et la performance

1.1.1 Rôles du conseil d'administration

Dans le but de présenter par la suite la relation théorique entre le niveau d'endettement et la performance du CA, il convient tout d'abord de présenter les deux rôles traditionnellement attribués au CA dans le cadre de la recherche en gouvernance financière (Hillman et Dalziel, 2003 ; Forbes et Milliken, 1999 ; Zahra et Pearce, 1989 ; Charreaux, 2000).

Le premier rôle du CA concerne le rôle de contrôle et de surveillance du dirigeant investi des pouvoirs les plus étendus, rôle qui trouve principalement son origine dans le courant dominant de la gouvernance d'entreprise, à savoir le courant contractuel, et notamment la théorie classique de l'agence (Jensen et Meckling, 1976 ; Fama, 1980). Dans une approche par les coûts d'agence, le rôle de contrôle du CA doit permettre, par des mécanismes de dédouanement et d'incitation, de limiter au mieux la destruction par le

dirigeant d'une partie de la rente actionnariale en raison de son opportunisme, de son enracinement, ou encore de la présence de conflits d'intérêts (Jensen et Meckling, 1976 ; Rindova, 1999 ; Shleifer et Vishny, 1989). En application de cette théorie, les codes de bonne gouvernance (Afeq-Medef, Middlenext) recommandent vivement par exemple de nommer des administrateurs indépendants, d'avoir une représentation directe au CA des majoritaires, de mettre en place un comité sur les rémunérations, ou encore d'envisager la séparation des fonctions de Directeur général et de Président du CA.

Le second rôle du CA lui confère la responsabilité d'élaborer la stratégie de la société, et de participer, par le biais de la mise à disposition de ressources et/ou la formulation de conseils aux dirigeants, à sa mise en œuvre et à son succès (McNulty and Pettigrew, 1999 ; Zahra et Pearce, 1989 ; Schmidt et Brauer, 2006). Ce rôle a été, quant à lui, véritablement étudié à partir des années 1990 avec l'émergence du courant cognitif de la gouvernance d'entreprise qui repose, selon Charreaux (2006), essentiellement sur la théorie des ressources (Penrose, 1959 ; Makadok, 2001). Dans cette approche par les ressources, le rôle de conseil du CA consiste à s'investir et à participer pleinement au processus stratégique, par la mise à disposition de ressources cognitives et de compétences spécifiques, dans le but de contribuer au bon développement de la société, et d'augmenter le niveau de création de valeur. Dans la philosophie de cette théorie des ressources, il semble par exemple souhaitable de nommer des administrateurs internes ayant une bonne connaissance de la société et de ses actifs spécifiques, de nommer des administrateurs disposant d'un riche réseau professionnel, mais aussi de nommer des administrateurs dotés d'une véritable expertise qui pourront formuler de précieux conseils sur des opportunités à saisir en termes de financement, d'acquisition, ou encore de développement de la société.

En résumé, le CA assure simultanément deux rôles différents et complémentaires (« paradoxe de la gouvernance » selon Sundaramurthy et Lewis, 2003), à savoir l'élaboration d'une stratégie efficace (rôle d'élaboration de la stratégie et de conseils) et la réduction des coûts d'agence (rôle de contrôle et de surveillance), et poursuit un objectif unique, à savoir la recherche d'un niveau élevé de création de valeur.

1.1.2 Endettement et performance des sociétés : une relation peu consensuelle

Concernant la relation entre l'endettement à long terme et la performance de la société, rappelons que l'impact de la politique d'endettement sur la valeur et la performance de la société est une vaste question qui a mobilisé de nombreux chercheurs depuis les premiers travaux de Modigliani et Miller (1958) et leur théorie sur la structure du capital. Cette théorie originelle stipule que la structure financière d'une société est neutre dans un contexte de marchés financiers parfaits (hypothèses fortes). Le recours à l'endettement et/ou aux capitaux propres n'entraînant ainsi aucune conséquence sur la valeur de la société, la seule conséquence étant une répartition différente de la valeur entre les parties prenantes de l'entreprise. Cette théorie sera amendée à plusieurs reprises afin de la rapprocher de la réalité des marchés financiers (abandon de certaines hypothèses de départ). Des contributions significatives à cette théorie, renommée par la suite « trade-off theory ou théorie du compromis », ont été apportées par les travaux de Miller (1977) en ajoutant l'impact de la fiscalité, par les travaux de Williamson (1975) en intégrant les coûts de transaction, ou encore ceux de Jensen et Meckling avec l'introduction des coûts d'agence (Jensen et Meckling, 1976). Selon cette théorie du compromis, il est justifié de rechercher une structure de financement optimale en prenant en compte les avantages et les inconvénients de l'endettement pour chaque société.

L'existence d'une structure financière optimale est, depuis les travaux de Myers et Majluf (1984), remise en question avec le développement de la théorie du financement hiérarchique (Pecking order theory). Cette théorie du financement hiérarchique, fondée sur les coûts liés à l'asymétrie d'information entre les acteurs internes et externes, stipule que les choix de financement sont fortement influencés par les dirigeants qui ont une préférence pour le financement interne.

Ces deux grands courants théoriques ont été mobilisés dans le cadre d'études empiriques ayant pour objectif d'étudier l'effet de l'endettement sur la performance de la société, sans qu'une conclusion consensuelle soit aujourd'hui établie. Les résultats sont en effet très mitigés et dépendent du courant théorique retenu, des variables mobilisées, de l'échantillon et des modèles économétriques. Certaines études démontrent un effet

positif de l'endettement (Sarkar et al., 2008 ; Mitani et al., 2014), un effet négatif (Cai et al., 2011 ; Giroud et al., 2012), un effet non significatif (Connely et al., 2012), ou encore un effet de seuil de l'endettement (Cheng et al., 2010) sur la performance de la société. Dans cet article, nous ne souhaitons pas étudier l'effet direct de l'endettement sur la performance de la société, mais bien la relation entre les structures du CA et la performance des sociétés en fonction du niveau d'endettement.

1.1.3 L'endettement comme mécanisme et problématique de gouvernance d'entreprise

Pour soutenir théoriquement cet article, il est primordial de mettre en évidence dans quelle mesure l'endettement à long terme d'une société est un enjeu important qui conduit les actionnaires, les administrateurs, voire les dirigeants, à s'interroger sur la structure et les rôles du CA dans une perspective d'optimisation de la performance de la société (Ferreira et al., 2011 ; Coles et al., 2008).

La question de l'endettement a été très tôt considérée comme une caractéristique de la société ayant un impact assez positif sur les problématiques de gouvernance, notamment sur les coûts d'agence. Comme mentionné auparavant, Jensen et Meckling expliquèrent en 1986 que l'endettement avait pour conséquence de limiter le pouvoir du dirigeant (sa latitude managériale) en imposant des contraintes fixes sur les free cash flows, à savoir les remboursements des échéances. Par conséquent, le dirigeant d'une société très endettée aurait moins la capacité de dilapider des ressources financières pour satisfaire ses propres intérêts au détriment des actionnaires. Cette stratégie financière de recours à l'endettement serait donc d'autant plus justifiée que les free cash flows de la société sont élevés. Des articles complémentaires plaident aussi en faveur de l'endettement à partir d'un raisonnement construit sur les coûts d'agence (Pinegar et al., 1989 ; Morellec et al., 2012). Par ailleurs, l'endettement exercerait également une influence sur la valeur du dirigeant sur le marché des dirigeants (Fama et Jensen, 1983) en ajoutant une pression supplémentaire liée aux risques de défauts de paiements, voire de difficultés financières et/ou de faillite. L'endettement inciterait par conséquent le dirigeant à veiller davantage sur la santé financière de la société, et limiterait ainsi les opportunités d'investissement contraires à l'intérêt des actionnaires. Une nouvelle fois, l'endettement exercerait un rôle indirect de contrôle sur les décisions du dirigeant. En résumé, il est attendu au niveau

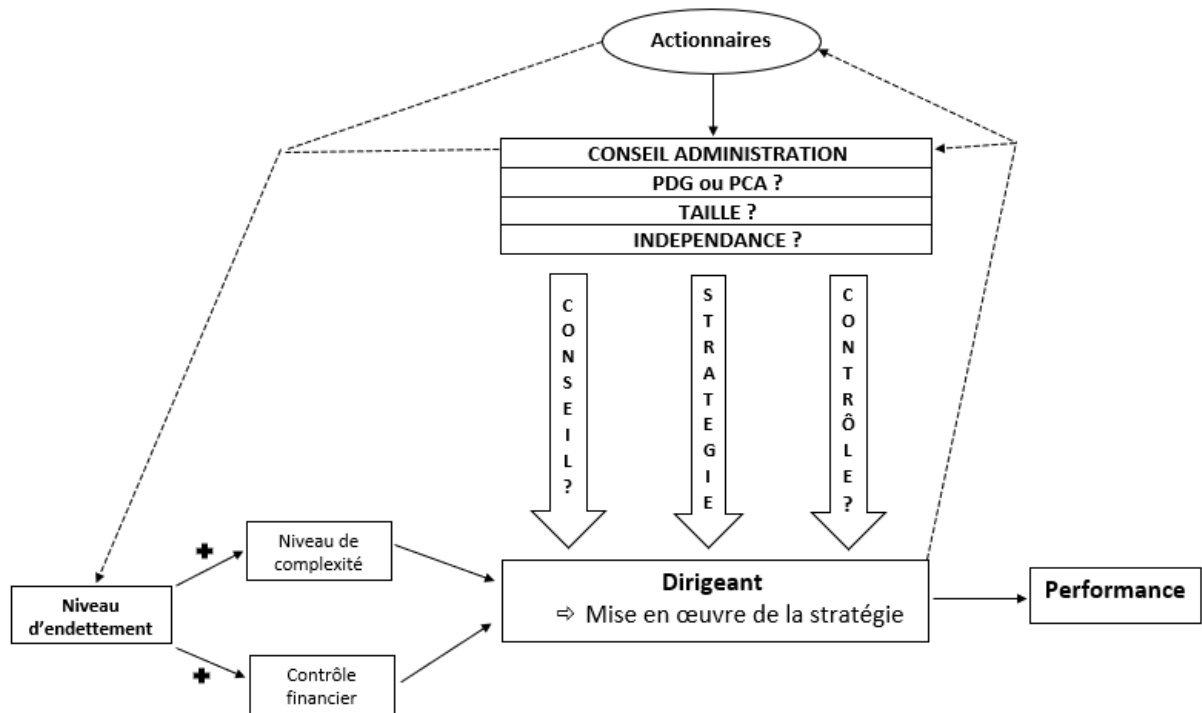
théorique que l'endettement d'une société assure un rôle indirect de contrôle des dirigeants qui feraient donc face à une contrainte financière considérable, réduisant d'autant leur latitude managériale, et augmentant la pression exercée sur leurs responsabilités.

En complément, il existe également des coûts d'agence directement liés à la dette étant donné que les créanciers apportent des capitaux à la société et prennent ainsi un risque de non-remboursement à l'échéance en cas d'investissement non rentables ou de transfert de richesses au profit des actionnaires (Jensen et al., 1976 ; Easterbrook, 1984). Face à cette situation, les banques intègrent par exemple des mécanismes complémentaires de contrôle des dirigeants dans les contrats de prêt (garanties, information financière, audit...) qui génèrent également des coûts d'agence.

Au-delà des coûts d'agence, il est également intéressant de noter que le rôle de conseil du CA a toute son importance dans les sociétés très endettées. En effet, l'endettement est également considéré dans la littérature comme un facteur considérable de complexité (Anderson et al., 2011 ; Maati et al., 2017 ; Ferreira et al., 2011). Autrement dit, diriger une société très endettée serait plus complexe qu'une société peu endettée, en raison de la situation financière moins stable, des échéances financières à honorer qui pèsent sur la trésorerie, des capacités de financement moins importantes, et des risques associés au surendettement. En théorie, dans une société considérablement endettée, le rôle de conseil du CA est primordial pour accompagner le dirigeant dans ses prises de décisions et établir une stratégie pertinente dans un environnement complexe. Pour exercer ce rôle de conseil, les administrateurs sont à ce titre invités à mobiliser toutes leurs connaissances scientifiques et professionnelles, leurs compétences et expériences, et leurs réseaux professionnels (concept de capital humain, Castanias et al., 2001 ; Hillman et al., 2000).

En résumé, la littérature en gouvernance financière considère que l'endettement exerce indirectement un rôle de contrôle du dirigeant, qui est positif a priori selon la théorie de l'agence. Parallèlement, l'endettement accroît aussi la complexité de la société ce qui constitue un véritable enjeu pour le CA, dans le sens où ce dernier doit puiser dans ses ressources pour élaborer une stratégie pertinente et apporter des conseils de qualité au dirigeant (théorie des ressources). Le schéma 1 illustre l'approche théorique retenue.

Figure 1 : Modèle théorique



1.2 Effets individuels des variables de structure du CA

L'approche retenue dans cette sous-partie est la suivante : Tout d'abord, nous présentons l'état de la littérature au niveau des variables de structure du CA considérées séparément en relation avec la performance des sociétés. Ensuite, nous considérons l'endettement comme une variable contextuelle pondératrice dans la relation entre les variables de structure du CA étudiées et la performance des sociétés afin de nuancer cette dernière, et de construire des hypothèses à tester. Finalement, nous proposons d'étendre l'étude de cette relation avec l'analyse de configurations structurelles du CA pour les sociétés très endettées.

1.2.1 Structure avec ou sans « Président Directeur-Général »

Deux théories sont en opposition quant à l'intérêt de séparer ou de cumuler les fonctions de Président du CA (PCA) et de Directeur-Général (DG) pour optimiser la performance financière de la société. D'une part, la théorie de l'agence préconise la séparation des fonctions pour éviter des effets négatifs sur la performance, étant donné que le cumul des fonctions aurait pour conséquence de renforcer le pouvoir du dirigeant et donc

d'augmenter le risque d'actions opportunistes de sa part en faveur de ses propres intérêts (Fama et al., 1983 ; Zahra et al., 1989 ; Dey et al., 2011 ; Duru et al., 2016). D'autre part, la théorie de l'intendance (Donaldson et al., 1990) propose des arguments en faveur de l'unité de commandement afin de favoriser la construction d'un leadership clair de la société, et d'accorder un véritable pouvoir au dirigeant dans l'élaboration et la mise en œuvre de la stratégie au service de la performance financière (Godard, 1998 ; Toe et al., 2017). Il convient toutefois de préciser que de nombreuses études ne dégagent pas de résultats significatifs entre la présence ou non d'un PDG et la performance des sociétés (Belot et al., 2014 dans le contexte français), la relation étant jugée trop indirecte.

Concernant le CA, la présence d'un PDG présente, d'une part, l'avantage de réduire en théorie le déficit informationnel des administrateurs quant à la situation économique et financière réelle de la société (Adams et al., 2010 ; Chang et al., 2018), mais d'autre part, l'inconvénient de renforcer le pouvoir du dirigeant, voire l'enracinement de ce dernier qui peut être préjudiciable (Shleifer et al., 1989 ; Paquerot et al., 2000 ; Ginglinger et al., 2011 ; Toe et al., 2017). Concernant le contexte français, nous pouvons aussi ajouter l'étude de Belot et al. (2014) qui affirme, à partir d'un échantillon composé du SBF 250, que le choix de recourir à une dissociation des fonctions de DG et PCA, ou encore d'opter pour un CS, doit être uniquement une réponse à un besoin réel de contrôle mesuré par le niveau d'asymétrie d'information entre dirigeants et administrateurs. Autrement dit, Belot et al. (2014) confirment, dans le contexte français, les résultats et théories d'Adams et al. (2007) qui promeuvent des CA « friendly » en vue de réduire l'asymétrie d'information et d'améliorer la qualité des conseils de ce dernier.

Il semble par ailleurs raisonnable de rapprocher les sociétés avec conseil de surveillance de la structure « conseil d'administration avec séparation des fonctions » étant donné l'impossibilité pour le président du directoire d'être président du conseil de surveillance (Hollandts et al., 2018), même si les deux structures ne sont pas des substituts parfaits (Belot et al., 2014).

Ainsi, étant donné que l'endettement renforce indirectement a priori le contrôle exercé sur le dirigeant et dégage un besoin de conseil plus conséquent de la part du CA, nous retenons l'idée selon laquelle la présence d'un PDG dans les sociétés les plus endettées est souhaitable dans le but d'améliorer l'accès à l'information pour le CA, la qualité des

conseils et la pertinence de la stratégie. Toutefois, il n'est pas à exclure que ce choix de nommer un PDG ne permettra pas de dégager de résultats significatifs étant donné l'impact négatif potentiel qui pourrait découler d'un excès de latitude managériale eu égard le contrôle exercé par le CA, ou encore d'un accès à l'information interne déjà assuré par l'intermédiaire d'administrateurs internes par exemple. La variable « PDG » demeure complexe à analyser du fait qu'elle est à la fois une variable de structure du CA, et une variable de latitude managériale.

Nous proposons de vérifier l'hypothèse 1.1 suivante : La présence d'un PDG a un effet positif sur la performance des sociétés les plus endettées.

1.2.2 Taille du CA

La taille optimale du CA est également une question complexe avec des résultats mitigés mis en évidence par la littérature. Certains chercheurs ont observé que les sociétés ayant un conseil d'administration de taille importante réalisaient de meilleures performances en raison d'avantages associés à l'hétérogénéité des administrateurs et aux capacités de réflexion associées (Dalton et al., 1999 ; Maati et al., 2017 ; Farag et al., 2017 ; Torchia et al., 2015). Ces résultats corroborent ainsi la théorie des ressources, et soutiennent l'importance du rôle de conseil du CA. Cependant, la littérature a aussi averti sur les effets néfastes liés aux conflits de groupe possibles au sein des CA de taille importante, et sur les conséquences négatives liées à leur fonctionnement complexe (Maati, 1999 ; Forbes et al., 1999 ; Yermack, 1996 ; Torchia et al., 2015). Parallèlement, d'autres articles défendent la position inverse en s'appuyant sur la théorie de l'agence, à savoir que les CA de taille réduite seraient plus performants, notamment grâce à l'amélioration de l'efficacité de leur rôle de contrôle (Coles et al., 2008 ; Godard et al., 2004). Concernant l'endettement, il a par exemple été constaté que les sociétés avec un CA de taille importante ont tendance à avoir un endettement assez conséquent (Jensen, 1986 ; Wen et al., 2002).

Ainsi, étant donné que l'endettement renforce indirectement a priori le contrôle exercé sur le dirigeant et dégage un besoin de conseil plus conséquent de la part du CA, nous retenons l'idée selon laquelle un CA de taille importante dans les sociétés les plus endettées est souhaitable dans le but d'améliorer les capacités d'analyse et de réflexion du CA, autrement dit son rôle de conseil.

Nous proposons de vérifier l'hypothèse 1.2 suivante : La taille du CA a un effet positif sur la performance des sociétés les plus endettées.

1.2.3 Niveau d'indépendance du CA

Le niveau d'indépendance du CA, mesuré par le nombre d'administrateurs indépendants au sens strict du code de gouvernance Afep-Medef (ou code Middlenext) sur le nombre total d'administrateurs (hors administrateurs représentant des salariés), est une variable très étudiée et mobilisée en gouvernance financière. Sur la période 2007-2015, les sociétés du SBF-120 ont décidé d'accroître le taux d'indépendance des CA en passant de 47% à 53% selon l'étude réalisée par Rebérioux et al. (2018).

L'indépendance des administrateurs peut être considérée comme un véritable avantage pour le CA pour plusieurs raisons. Tout d'abord, l'indépendance permettrait de mieux contrôler le dirigeant dans une approche par la théorie de l'agence étant donné l'absence de relation sociale, économique et professionnelle significative entre le dirigeant et les administrateurs indépendants (Fama et al., 1983 ; Ferreira et al., 2011 ; Bourjade et al., 2016 ; Sarkar et al., 2018). Ensuite, les administrateurs indépendants semblent être davantage en mesure de proposer une analyse stratégique objective et externe selon la théorie des ressources (Baysinger et al., 1991 ; Ferreira, 2010), et même parfois d'apporter de précieuses ressources externes à la société (Pfeffer et al., 1978). Au niveau empirique, une relation positive entre l'indépendance des administrateurs et la performance des sociétés a parfois été démontrée sous certaines conditions (Nguyen et Nielsen, 2010 ; Farag et al., 2017).

Cependant, il est également fondé de ne pas considérer l'indépendance des administrateurs comme un avantage absolu, certains inconvénients ont en effet été mis en évidence par la littérature. L'inconvénient majeur serait que les membres indépendants du CA peuvent souffrir d'un déficit informationnel (Adams et al., 2007 ; Cai et al., 2015), avec notamment un effet négatif constaté dans la relation entre l'indépendance et la performance des sociétés complexes dont le niveau d'endettement est une caractéristique (Duchin et al., 2010 ; Faleye et al., 2011 ; José et al., 2018). Le choix du taux d'indépendance du CA devrait être une fonction de l'asymétrie d'information entre les dirigeants et les administrateurs selon l'article fondateur d'Adams et al. (2007). En

opposition avec la théorie de l'agence, la théorie de l'intendance (Donaldson et al., 1990) considère également que l'indépendance du CA affecte négativement la performance des sociétés étant donné que le dirigeant n'aurait pas besoin d'être « surveillé » par le CA, puisqu'il serait d'une part digne de confiance pour les actionnaires, et d'autre part déjà sous l'effet d'autres mécanismes de surveillance déjà existants. Dans le contexte français, Cavaco et al., (2017) observent une relation négative entre l'indépendance du CA et la performance au-delà d'un certain seuil, à l'instar de Bhagat et al. (2008) dans le contexte des Etats-Unis.

Ainsi, étant donné que l'endettement renforce indirectement a priori le contrôle exercé sur le dirigeant et dégage un besoin de conseil plus conséquent de la part du CA, nous retenons l'idée selon laquelle le choix de constituer un CA peu indépendant dans les sociétés les plus endettées est souhaitable dans le but d'améliorer l'accès à l'information, la connaissance de la société et in fine de construire une stratégie et des conseils plus pertinents au sein du CA.

Nous proposons de vérifier l'hypothèse 1.3 suivante : Le niveau d'indépendance du CA a un effet négatif sur la performance des sociétés les plus endettées.

1.3 Configurations structurelles du CA

Souvent analysées séparément, les variables mentionnées pour la structure du CA (PDG, taille, et indépendance) peuvent également être mises en relation dans l'espoir de faire ressortir des configurations structurelles optimales pour les sociétés très endettées. Dans cet article, nous ne souhaitons pas étudier uniquement les variables de structure du CA séparément, mais nous proposons également de nous intéresser aux configurations structurelles ce qui implique l'étude des interactions entre les variables de structure du CA. Cependant, la présence ou non d'un PDG étant à la fois une variable de structure du CA et une variable de latitude managériale, nous l'incluons dans l'étude des interactions sans toutefois être en mesure de formuler des hypothèses précises quant à son effet. En conclusion, nous préférons donc nous concentrer principalement sur les configurations structurelles définies à partir de la taille et du niveau d'indépendance du CA pour construire nos hypothèses.

Pour ce travail, notre fil conducteur consiste à considérer qu'un niveau d'endettement élevé exerce un rôle de contrôle et de surveillance sur le dirigeant, qui a lui-même besoin d'être davantage conseillé face à cette situation financière complexe. Par conséquent, nous retenons l'idée selon laquelle les actionnaires de sociétés très endettées auraient intérêt à structurer le CA dans une configuration qui favorise son rôle de conseil.

Si et seulement si la taille du CA a un effet positif sur la performance des sociétés les plus endettées (validation de l'hypothèse 1.2), et l'indépendance du CA a un effet négatif sur la performance des sociétés les plus endettées (validation de l'hypothèse 1.3), alors nous proposons de vérifier les deux hypothèses complémentaires suivantes :

Hypothèse 2.1 : Les structures du CA qui favorisent le rôle de conseil ont un effet positif sur la performance des sociétés très endettées.

Hypothèse 2.2 : Les structures du CA qui favorisent le rôle de contrôle ont un effet négatif sur la performance des sociétés très endettées.

Tableau 1 : Résumé et détails de l'hypothèse 2

Sous réserve de validation des hypothèses 1.2 (effet positif de la taille) et 1.3 (effet négatif de l'indépendance)

Structure du CA	Indépendance faible	Indépendance moyenne	Indépendance élevée
Taille réduite	+ (Hyp 2.1)	- (Hyp 2.2)	- (Hyp 2.2)
Taille moyenne	+ (Hyp 2.1)		- (Hyp 2.2)
Taille importante	+ (Hyp 2.1)	+ (Hyp 2.1)	- (Hyp 2.2)

2. Méthodologie

2.1 Présentation de l'échantillon

L'échantillon étudié est composé de 210 sociétés sélectionnées à partir de l'indice boursier CAC All-Tradable (250 plus importantes capitalisations boursières en France). Les sociétés immobilières, les sociétés financières (banques, assurances, holding) et les sociétés « projet R&D » ont été écartées de l'échantillon pour les raisons respectives suivantes : comparabilité non pertinente avec des sociétés de placements immobiliers et/ou de gestion de patrimoine immobilier, réglementation spécifique pour les sociétés financières,

et spécificités des sociétés de recherche avec notamment des chiffres d'affaires très faibles comparés aux très importantes dépenses de recherches et de développement. La période d'observation correspond aux exercices comptables de début 2015 à fin 2019 ; soit cinq exercices complets, et par conséquent 1 050 observations. Les hypothèses proposées ont donc été testées sur des données de panel cylindré avec le même nombre d'observations par société, l'effet « turn over » de l'indice CAC-All Tradable n'a donc pas été considéré pour privilégier l'analyse de l'évolution des sociétés plutôt que l'évolution de l'indice en tant que tel. Six secteurs d'activités (Agriculture, Activités industrielles primaires, Activités industrielles de transformation, Transport et Communication, Commerce de détails, Services) ont été identifiés selon le premier numéro de la classification « Code-SIC » et ont permis de considérer à minimum l'effet sectoriel dans les modèles. Enfin, la période observée n'inclut pas l'année 2020 étant donné l'environnement économique très perturbé en pleine crise Covid-19.

Concernant les données, celles-ci sont principalement issues de la base de données FactSet. Les données de Factset sur la performance des sociétés et le niveau d'endettement ont été comparées aux données issues de la base de données Refinitiv Eikon afin de renforcer la fiabilité des données et de mettre en évidence d'éventuels écarts. Face aux écarts de plus de 10% et aux valeurs manquantes, une vérification dans les états financiers des sociétés a été réalisée pour confirmer ou modifier la valeur initiale, voire pour compléter la base de données. Au niveau des données concernant le CA, celles-ci sont principalement issues de Factset et ont été complétées par une collecte manuelle dans les rapports financiers annuels des sociétés.

Il convient également de préciser que la technique du « winsoring » a été appliquée pour certaines variables présentant des observations avec des valeurs extrêmes (tableau 2).

2.2 Description des variables mobilisées

Dans cet article, la variable expliquée est la performance de la société, principalement mesurée par le « Return on Assets », le ROA. Pour compléter et renforcer la robustesse de l'étude statistique, nous avons également utilisé deux autres variables de performance comptable, à savoir le ROCE et le ROE. Le ROCE et le ROE mesure la performance sous des angles différents et complémentaires au ROA. Alors que le ROA mesure le rendement de

l'actif d'une société, le ROCE mesure la rentabilité économique par rapport aux capitaux investis (dettes et fonds propres), et le ROE mesure la rentabilité financière qui concerne directement les actionnaires, tout en étant sensible à l'effet de levier lié à l'endettement. Les valeurs de ces trois variables ont été ajustées pour les cinq années étudiées par rapport à la médiane du secteur afin de prendre en considération la performance sectorielle.

La variable « RETURNS » permet d'apprécier la rentabilité boursière des actions de la société, ce qui complète l'approche par la performance comptable (indicateurs comptables).

Concernant la taille du CA, ne sont pas inclus dans le total les administrateurs représentants les salariés et les censeurs. Concernant l'indépendance des administrateurs, nous avons utilisé les données issues des rapports obligatoires sur la gouvernance d'entreprise qui appliquent les critères stricts du code de gouvernance Afep-Medef (ou Middlednext). Ainsi, un administrateur indépendant est « un mandataire social non exécutif de la société ou de son groupe dépourvu de liens d'intérêt particulier avec ceux-ci ».

Des variables de contrôle ont été incluses afin d'améliorer la qualité du modèle économétrique et de renforcer la robustesse des résultats.

Premièrement, la taille de la société (ACTIFS) est une variable permettant d'apprécier le poids économique de la société, celle-ci est utilisée dans tous les travaux de recherche en gouvernance financière (Fama et Jensen, 1983 ; Anderson et al., 2011).

Ensuite, le Q de Tobin (TOBINQ), régulièrement mobilisé pour mesurer la performance boursière, sera utilisé comme une variable de contrôle en adéquation avec l'approche retenue par Wintoki et al. (2012). Il a en effet été démontré que le Q de Tobin représente davantage un indicateur des opportunités de croissance et d'investissement à venir (Erikson et al., 2012) plutôt qu'une conséquence boursière de la structure de gouvernance, et plus précisément de la composition du conseil d'administration (Lehn et al., 2009).

En outre, l'âge de la société (AGE) est également une variable de contrôle à intégrer dans les travaux de recherche pour apprécier l'effet du temps.

Finalement, des variables de contrôle concernant la latitude managériale ont aussi été intégrées pour apprécier la situation managériale et le pouvoir du dirigeant.

Nous avons retenu, à ce titre, l'ancienneté du dirigeant (ANCIEN.DIRIG) pour mesurer son enracinement et sa connaissance de la société et des organes de gouvernance (Bebchuk et al., 2010 ; Maati et al., 2017).

La participation au capital du dirigeant a également été retenue en tant que variable de contrôle (PARTI.DIRIG). Très tôt présentée comme un moyen d'aligner les intérêts du dirigeant sur les intérêts des actionnaires (Berle et al., 1932), et donc de réduire les éventuels coûts d'agence, il a été démontré que l'augmentation du nombre d'actions détenues par les dirigeants avait un effet positif sur la performance des sociétés (Morck et al., 1988 ; Chidambaran et al., 2008) jusqu'à un certain niveau (Stulz, 1998). Par ailleurs, dans les sociétés très endettées, une participation significative du dirigeant dans le capital de la société est également un moyen de rassurer les parties prenantes et les marchés financiers sur la stratégie et les projets d'investissement de la société (Théorie du signal : Spence 1974).

Le niveau de flux de trésorerie disponible (FCF/ACTIFS) a été calculé pour estimer la latitude financière du dirigeant en lien direct avec notre problématique sur l'endettement des sociétés (Jensen et Meckling, 1976 ; Jensen, 1986), et la performance de la société.

Les variables de contrôle « ANCIEN.DIRIG », « PARTI.DIRIG », et « FCF/ACTIFS » permettent de contrôler conjointement le niveau de latitude managériale du dirigeant selon les travaux de Anderson et al. (2011) et de Maati et al. (2017).

Tableau 2 : Définition des variables

Variables expliquées		Noms
Performance comptable*	ROA = Résultat net / Total Actifs ROA ajusté = ROA – Médiane ROA secteur	ROA
	ROCE = Résultat d'exploitation / Actif économique ROCE ajusté = ROCE – Médiane ROCE secteur	ROCE
	ROE = Résultat net / Capitaux propres ROE ajusté = ROE – Médiane ROE secteur	ROE
Performance boursière*	Rentabilité boursière des actions sur une période annuelle = (valeur de l'action fin N –	RETURNS

	valeur de l'action début N + dividendes) / valeur de l'action début N	
Variables explicatives		Noms
Présence d'un PDG	Variable dichotomique : 1 si présence d'un PDG ; 0 sinon.	PDG
Taille du CA	Nombre d'administrateurs siégeant au conseil	TAILLE.CA
Indépendance du CA	Nombre d'administrateurs indépendants / Nombre d'administrateurs total	INDEP.CA
Niveau d'endettement à long terme *	Dettes LT / Total Passifs Ou Dettes LT / Capitaux propres	DETTES/PASSIFS Ou DETTES/CP
Variables de contrôle		Noms
Taille de la société*	Ln total actifs au bilan	ACTIFS
Niveau des "Free cash flows" *	Free cash flow / Total actifs	FCF/ACTIFS
Participation du dirigeant	Participation du dirigeant actuel dans le capital de la société (droits aux dividendes)	PARTI.DIRIG
Ancienneté du dirigeant*	Durée (en années) d'exercice des fonctions du dirigeant actuel	ANCIEN.DIRIG
Opportunités de croissances et d'investissement*	Ln Tobin's Q = Ln (Valeur comptable des dettes + valeur réelle des actions / valeur comptable du bilan) en version simplifiée Ln Tobin's Q ajusté = Ln Tobin's Q – Médiane Ln Tobin's Q secteur	TOBIN.Q
Âge de la société	Ln âge	AGE

*Winsoring (5,95) appliqué pour linéariser les variables avec des valeurs extrêmes

2.3 Modèles et méthodes d'estimation

Dans cet article, le modèle économétrique de base est le suivant :

Modèle 1 :

$$PERF_{it} = \alpha + \beta 1. PDG_{it} + \beta 2. TAILLE. CA_{it} + \beta 3. INDEP. CA_{it} + \beta 4. DETTES/PASSIFS_{it} + \beta 5. ACTIFS_{it} + \beta 6. FCF/ACTIFS_{it} + \beta 7. TOBINQ_{it} + \beta 8. PARTI. DIRIG_{it} + \beta 9. ANCIEN. DIRIG_{it} + \beta 10. AGE_{it} + \varepsilon_{it}$$

Où : PERF est l'indicateur de performance retenu ; α : Une constante ; DETTES/PASSIFS : La dette long terme rapportée au total passifs ; PDG : Une variable dichotomique prenant

la valeur 1 en présence d'un PDG ; TAILLE.CA : Le nombre d'administrateurs dans le CA ; INDEP.CA : La proportion d'administrateurs indépendants ; ACTIFS, FCF/ACTIFS, TOBINQ, PARTI.DIRIG, ANCIEN.DIRIG, AGE : Des variables de contrôle.

Ce modèle de base est ajusté à deux reprises afin de tester les hypothèses 1 et 2.

Dans un premier temps, les variables de structure du CA sont combinées au niveau d'endettement à long terme pour apprécier l'effet des interactions sur la performance des sociétés (Hypothèses 1). Les variables continues étudiées sont transformées en variables catégorielles selon un découpage par tercile, ce qui permet notamment de limiter le risque lié à un faible nombre d'observations par catégorie (dans le cas d'utilisation de quintiles par exemple).

Modèle 2 :

$$PERF_{it} = \alpha + \beta 1. DETTES/PASSIFS_{it} \#\# TAILLE.CA_{it} + \beta 2. DETTES/PASSIFS_{it} \#\# INDEP.CA_{it} + \beta 3. DETTES/PASSIFS_{it} \#\# PDG_{it} + \beta 4: \beta 10. VARIABLES DE CONTRÔLE_{it} + \epsilon_{it}$$

Dans un second temps, les variables de structure du CA sont également associées entre-elles pour analyser l'effet des interactions sur la performance des sociétés très endettées, et donc pour apprécier s'il existe des configurations optimales en termes de structure du CA (Hypothèses 2). De même, une distribution par tercile est utilisée pour envisager plusieurs configurations, en sachant qu'une société est considérée comme très endettée si son ratio d'endettement est supérieur à la médiane du taux d'endettement mesurée par année. Le modèle 3 est donc appliqué à un échantillon réduit à la moitié du nombre d'observations.

Modèle 3 :

$$PERF_{it} = \alpha + \beta 1. INDEP.CA_{it} \#\# TAILLE.CA_{it} + \beta 2. TAILLE.CA_{it} \#\# PDG_{it} + \beta 3. PDG_{it} \#\# INDEP.CA_{it} + \beta 4: \beta 10. VARIABLES DE CONTRÔLE_{it} + \epsilon_{it}$$

Les études statistiques s'appuient en premier lieu sur des régressions linéaires multiples. A partir du modèle proposé, l'objectif étant d'apprécier s'il existe une relation significative entre les variables indépendantes et la variable de performance mobilisée, et d'estimer la valeur des coefficients par la méthode des moindres carrés (OLS).

A l'instar des études relatives à la structure des CA, tous nos modèles incluent des effets fixes sectoriels (selon la classification FF-49) et année (notamment Arnaboldi et al., 2018 ; Maati et al., 2017 ; José et al., 2018), et des « options » (vce robust) pour corriger l'hétéroscédasticité de la variance des erreurs stochastiques.

Dans les modèles 2 et 3, des interactions sont étudiées à partir de variables catégorielles découpées selon les terciles. Pour respecter les recommandations de Balli et al. (2013) et ainsi obtenir des résultats robustes, nous avons introduit les composantes des variables en interaction afin d'éviter le biais de « left-out variables », c'est-à-dire la mise à l'écart des variables principales.

3. Résultats et discussions

3.1 Analyse descriptive

3.1.1 Statistiques descriptives

Dans le tableau 3, nous observons que le niveau d'endettement long terme moyen (Dettes LT / Passifs) de 17.2% présente un écart-type de 0.12 ce qui signifie qu'il existe des structures de financement sensiblement différentes entre les sociétés cotées étudiées. A titre de comparaison, Dumas et al. (2021) observent un ratio « Dettes long terme / Passifs » moyen de 16% sur la période 2010-2015 pour le SBF 120, et Maati et al. (2022, en cours) constatent une valeur de 17% pour le même ratio sur la période 2012-2018 pour les sociétés cotées françaises (3 compartiments).

Par ailleurs, il est à noter que 61% des sociétés étudiées ont opté pour la présence d'un PDG en lien certainement avec la conséquente propriété managériale de l'ordre de 18.6% en moyenne. Au niveau de la structure du CA, la taille du CA présente un écart-type conséquent avec une moyenne de 9.5 membres, et le niveau d'indépendance est assez élevé avec un taux moyen de 42% (écart-type important également). Cette description statistique met en exergue de véritables différences entre les sociétés étudiées aussi bien au niveau de la politique de financement que de la structure de gouvernance, ce qui est un point favorable pour l'analyse empirique des hypothèses formulées. Nous remarquons également une performance (ROA, ROCE, ROE) négative en moyenne avec des écarts-type significatifs. La matrice de corrélation est présentée en annexe A.

Tableau 3 : Statistiques descriptives

Echantillon total : 210 sociétés de 2015 à 2019, soit 1 050 observations maximum

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Median	Min	Max
Ln Actifs	1048	6.969	2.38	6.85	1.76	12.6
Dettes /Passifs	1048	.17.2	.12	0.156	.001	.419
Dettes /Capitaux Propres	1039	.68	4.05	0.386	0	2.082
Ancienneté Dirigeant	1046	7.975	6.908	6.46	.529	26.956
Participation Dirigeant	1046	.186	.243	0.03	0	.71
Free Cash Flow/ Actifs	1046	.024	.063	0.032	-.139	.129
Pdg	1048	.609	.488	1	0	1
Taille CA	1048	9.472	3.986	9	3	18
Indépendance CA	1038	.425	.224	0.43	0	1
Ln.Age	1048	3.509	.593	3.48	1.527	4.78
ROA ajusté	1047	-.011	.062	0	-.192	.08
ROCE ajusté	1035	-.033	.145	0	-.452	.155
ROE ajusté	1024	-.032	.15	0	-.461	.168
RETURNS	693	0.107	0.421	0.069	-0.79	4.94
Ln Tobin's Q	1011	0.017	0.621	0	-1.10	1.251

Tableau 4 : Tests de différence des moyennes (ttest)

	Sociétés peu endettées	Sociétés très endettées	Différence des moyennes
PDG	0.63	0.58	0.05**
Taille.CA	8.51	10.44	-1.94***
Indep.CA	0.38	0.47	-0.09***
ROA ajusté	-0.0042	-0.018	0.013***

***, **, * significatif respectivement au seuil de 1, 5 et 10 %.

Les sociétés « peu endettées » ont un niveau d'endettement à long terme inférieur à la médiane, alors que les sociétés très endettées présentent un niveau d'endettement à long terme supérieur à la médiane. La médiane étant d'environ 16% en moyenne pour le ratio « Dettes LT/Passifs » sur la période 2015-2019.

En vue de l'analyse des interactions entre l'endettement et les variables de gouvernance, il est possible de mettre en évidence quelques différences notables dans les statistiques descriptives selon que le niveau d'endettement soit inférieur ou supérieur à la médiane (tableau 4). Point intéressant pour l'étude statistique développée par la suite, la taille du CA est supérieure de 2 membres en moyenne et le taux d'indépendance est supérieur de 9 points de pourcentage en moyenne dans les sociétés très endettées. A contrario, la variable dichotomique PDG présente une moyenne plus faible dans les sociétés très endettées.

3.1.2 Modèle général

Les résultats présentés dans le tableau 5 mettent en évidence que le niveau d'endettement long terme (DETTES/PASSIFS) semble avoir un effet significatif et négatif sur le ROA et le ROCE (modèles 1.1 et 1.2). En considérant le ROA et le ROCE en tant que variables expliquées, nous remarquons que les variables de gouvernance isolées (PDG, TAILLE.CA, INDEP.CA) ont des effets globalement peu significatifs. Un tel constat n'est pas observé lorsque le ROE est retenu comme variable expliquée (modèle 1.3). Les variables de contrôle significatives et positives sont la taille de la société (ACTIFS), le ratio « Free Cash Flow/Actifs », la participation au capital du dirigeant (PARTI.DIRIG), et les opportunités de croissance (TOBINQ).

Ces premiers résultats, obtenus grâce au modèle de base (modèle 1), nous invitent à poursuivre l'approche proposée dans cet article (approche par les interactions entre les variables de structure du CA et par l'utilisation du niveau d'endettement long terme comme variable discriminatoire) afin d'obtenir des résultats plus précis et significatifs.

Tableau 5 : Régressions linéaires du modèle 1				
VARIABLES	1.1 ROA	1.2 ROCE	1.3 ROE	1.4 RETURNS
PDG	0.005 (0.004)	0.013 (0.010)	0.021* (0.010)	0.040* (0.022)
TAILLE.CA	-0.002* (0.001)	-0.003 (0.002)	-0.004** (0.002)	-0.005 (0.005)
INDEP.CA	-0.012 (0.001)	-0.033 (0.027)	-0.044* (0.024)	-0.068 (0.060)
DETTES/PASSIFS	-0.07*** (0.021)	-0.106* (0.060)	-0.066 (0.054)	-0.025 (0.103)
ACTIFS	0.007*** (0.002)	0.019*** (0.004)	0.017*** (0.004)	0.007 (0.008)
FCF/ACTIFS	0.501*** (0.057)	1.090*** (0.132)	0.925*** (0.120)	0.843*** (0.261)
PARTI.DIRIG	0.038*** (0.009)	0.097*** (0.024)	0.065*** (0.024)	0.062 (0.060)
ANCIEN.DIRIG	-0.001 (0.000)	-0.001 (0.000)	-0.001 (0.000)	-0.003* (0.001)
TOBINQ	0.014*** (0.004)	0.035*** (0.011)	0.029*** (0.009)	0.134*** (0.018)
AGE	0.004 (0.003)	0.004 (0.010)	0.015 (0.010)	0.011 (0.018)
Constante	-0.06*** (0.015)	-0.16*** (0.038)	-0.17*** (0.040)	0.041 (0.073)
Observations	994	994	984	676
R-squared	0.486	0.416	0.292	0.320
F	28.76	24.54	21.55	11.16
Prob > F	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
Effet fixe secteur	Oui	Oui	Oui	Oui
Effet fixe année	Oui	Oui	Oui	Oui

Méthode des moindres carrés avec valeurs mesurées sur la période 2015-2019

***, **, * significatif respectivement au seuil de 1, 5 et 10 %

Le tableau présente les résultats de régressions linéaires multiples (méthode des moindres carrés) sur un échantillon de 210 sociétés françaises cotées sur la période 2015-2019. La variable expliquée est la performance comptable (ROA, ROCE, ROE) ou boursière (RETURNS), et les principales variables explicatives mesurent la présence ou non d'un PDG, la taille du CA, l'indépendance du CA, et le niveau d'endettement long terme de la société. Les variables de contrôle concernent les caractéristiques de la société (taille et âge), les opportunités de croissance (Tobin's Q) et la latitude managériale (ancienneté et participation du dirigeant, niveau de free cash-flow).

3.2 Interactions entre l'endettement et les variables de structure du CA (hypothèses 1)

Pour tester nos hypothèses 1, des variables catégorielles ont été construites, avec une répartition par tercile à partir des observations empiriques, pour définir le niveau d'endettement long terme de la société et les variables de structure du CA (sauf PDG : variable dichotomique). L'analyse de l'effet des interactions entre le niveau d'endettement et les variables de structure du CA doit être réalisée en précisant que les résultats indiqués sont valables uniquement pour des combinaisons, et n'expriment en aucun cas un effet individuel mais bien un effet relatif.

Tableau 6 : Définition empirique des terciles

	Tercile 1	Tercile 2	Tercile 3
Taille du CA	< 8 administrateurs	Entre 8 et 10 administrateurs	> 10 administrateurs
Indépendance du CA	< 30%	Entre 30% et 50%	> 50%
Niveau d'endettement	<10%	Entre 10% et 20%	>20%
Terciles définis à partir des valeurs empiriques moyennes observées - Période 2015-2019			

Le tableau 7 recense les résultats des régressions linéaires multiples réalisées en application du modèle économétrique 2, avec deux méthodes pour déterminer le niveau d'endettement : les modèles 2.1 à 2.4 utilisent le ratio « Dettes LT/Passifs » pour apprécier le niveau d'endettement, alors que les modèles 2.5 à 2.8 mobilisent le ratio « Dettes LT/Capitaux propres ».

Dés modèles 2.1 à 2.4, il en ressort un effet positif et significatif de la taille du CA sur le ROA et ROCE lorsque le niveau d'endettement long terme augmente (terciles 2 et 3). A contrario, la présence d'un CA de taille importante (tercile 3) a un effet négatif et significatif sur les quatre mesures de performance des sociétés les moins endettées (tercile 1). Ces résultats sont à rapprocher de certains articles considérant qu'il est judicieux d'opter pour un CA de taille assez importante afin d'améliorer son rôle cognitif à travers une plus forte hétérogénéité et une meilleure capacité de réflexion (Yermack, 1996 ; Dalton et al., 1999), notamment dans un environnement complexe comme celui de

l'endettement (Anderson et al., 2011 ; Maati et al., 2017). Au contraire lorsque l'endettement est faible, il est préférable d'éviter les CA de taille importante, en lien avec les conclusions de Coles et al. (2008) ou Godard et al. (2004). Ces résultats confirment l'hypothèse 1.2.

Concernant le niveau d'indépendance du CA (modèles 2.1 à 2.4), nous notons un effet négatif du niveau d'indépendance du CA sur la performance uniquement lorsque le niveau d'endettement long terme augmente (terciles 2 et 3). Ce constat est à rapprocher des conclusions de certains travaux (Duchin et al., 2010 ; Faleye et al., 2011) qui démontrent l'impact négatif de l'indépendance des administrateurs sur la performance comptable des sociétés complexes. Il semble donc que, dans les sociétés les plus endettées, l'indépendance des administrateurs visant à renforcer le contrôle ne soit pas souhaitable, probablement en raison du déficit informationnel associé au statut de membres indépendants (Adams et al., 2007 ; Cai et al., 2015) et de l'excès de contrôle. Ces résultats confirment l'hypothèse 1.3.

Enfin, quant à la présence d'un PDG (modèles 2.1 à 2.4), celle-ci a un effet en partie significatif et négatif sur la performance lorsque le niveau d'endettement long terme augmente. Ce constat rejette l'hypothèse 1.1. Rappelons que cette variable est très complexe à étudier car celle-ci implique de nombreux effets tant au niveau de la structure et du fonctionnement du CA que du pouvoir managérial. Par conséquent, il est difficile d'interpréter les résultats, et il nous est juste possible de préciser, qu'en l'espèce, la présence d'un PDG ne semble pas améliorer la gestion de la complexité liée à l'endettement, malgré l'apport supposé d'informations utiles (Adams et al., 2007).

Les modèles 2.5 à 2.8, qui apprécient le niveau d'endettement par le ratio « Dettes LT / Capitaux propres », renforcent principalement la validation de l'hypothèse 1.2 concernant l'effet positif sur la performance de l'augmentation de la taille du CA dans les sociétés les plus endettées. Cependant, les résultats ne sont, de manière surprenante, pas significatifs pour l'analyse du taux d'indépendance du CA.

Tableau 7 : Régressions linéaires du modèle 2

VARIABLES	Niveau d'endettement : Dettes LT / Passifs				Niveau d'endettement = Dettes LT / Capitaux propres			
	2.1 ROA	2.2 ROCE	2.3 ROE	2.4 RETURNS	2.5 ROA	2.6 ROCE	2.7 ROE	2.8 RETURNS
Endett.Ter2	0.010 (0.011)	0.037 (0.027)	0.032 (0.027)	0.065 (0.069)	0.004 (0.009)	0.028 (0.025)	0.021 (0.026)	0.039 (0.077)
Endett.Ter3	-0.019* (0.011)	-0.061** (0.028)	-0.018 (0.030)	0.019 (0.080)	-0.014 (0.010)	-0.034 (0.027)	-0.004 (0.033)	-0.042 (0.082)
TAILLE.CA								
Endett.Ter1#Taille.CA.Ter2	-0.007 (0.008)	-0.026 (0.020)	-0.032 (0.020)	-0.114** (0.052)	-0.008 (0.008)	-0.029 (0.018)	-0.045** (0.020)	-0.113** (0.053)
Endett.Ter1#Taille.CA.Ter3	-0.023** (0.010)	-0.055** (0.024)	-0.055** (0.022)	-0.118** (0.059)	-0.020* (0.011)	-0.055* (0.031)	-0.055* (0.029)	-0.106* (0.061)
Endett.Ter2#Taille.CA.Ter2	0.012 (0.011)	0.033 (0.025)	0.010 (0.027)	0.062 (0.069)	0.015 (0.010)	0.033 (0.024)	0.028 (0.027)	0.0203 (0.066)
Endett.Ter2#Taille.CA.Ter3	0.013 (0.010)	0.024 (0.025)	0.005 (0.027)	0.030 (0.066)	0.019* (0.011)	0.045 (0.030)	0.018 (0.030)	0.008 (0.065)
Endett.Ter3#Taille.CA.Ter2	0.017 (0.011)	0.064** (0.029)	0.041 (0.030)	0.080 (0.075)	0.014 (0.011)	0.071** (0.028)	0.062** (0.029)	0.148* (0.078)
Endett.Ter3#Taille.CA.Ter3	0.027** (0.012)	0.073** (0.029)	0.027 (0.027)	0.083 (0.066)	0.014 (0.013)	0.059* (0.035)	0.020 (0.033)	0.106 (0.070)
INDEP.CA								
Endett.Ter1#Indep.CA.Ter2	0.0047 (0.006)	0.005 (0.015)	0.001 (0.017)	0.086 (0.05)	0.0019 (0.008)	-0.001 (0.017)	-0.001 (0.018)	0.093 (0.061)
Endett.Ter1#Indep.CA.Ter3	0.006 (0.007)	0.0096 (0.020)	0.004 (0.022)	0.039 (0.061)	-0.002 (0.008)	-0.021 (0.025)	-0.010 (0.022)	0.019 (0.070)
Endett.Ter2#Indep.CA.Ter2	-0.013 (0.009)	-0.020 (0.021)	-0.015 (0.024)	-0.054 (0.062)	-0.013 (0.009)	-0.020 (0.023)	-0.025 (0.025)	-0.087 (0.070)
Endett.Ter2#Indep.CA.Ter3	-20.025** (0.010)	-0.067** (0.028)	-0.055* (0.030)	-0.027 (0.070)	-0.012 (0.010)	-0.015 (0.030)	-0.022 (0.028)	0.010 (0.080)
Endett.Ter3#Indep.CA.Ter2	-0.017* (0.009)	-0.038* (0.023)	-0.042* (0.024)	-0.172** (0.073)	-0.007 (0.009)	-0.015 (0.024)	-0.018 (0.025)	-0.120 (0.077)
Endett.Ter3#Indep.CA.Ter3	-0.015 (0.009)	-0.030 (0.030)	-0.028 (0.030)	-0.093 (0.072)	-0.005 (0.010)	-0.001 (0.033)	-0.022 (0.030)	-0.057 (0.078)

	PDG							
Endett.Ter1#PDG=1	0.012* (0.006)	0.020 (0.01)	0.034* (0.017)	0.049 (0.039)	0.013* (0.006)	0.032* (0.018)	0.036** (0.017)	0.021 (0.046)
Endett.Ter2#PDG=1	-0.016* (0.008)	-0.042** (0.021)	-0.038* (0.022)	-0.075 (0.050)	-0.010 (0.008)	-0.038* (0.022)	-0.020 (0.022)	0.001 (0.055)
Endett.Ter3#PDG=1	-0.005 (0.009)	0.010 (0.027)	-0.006 (0.025)	0.019 (0.051)	-0.010 (0.008)	-0.018 (0.025)	-0.027 (0.022)	0.013 (0.055)
ANCIEN.DIRIG	-0.001 (0.001)	-0.001 (0.001)	-0.001 (0.001)	-0.003** (0.001)	-0.001* (0.001)	-0.001 (0.001)	-0.001 (0.001)	-0.003* (0.001)
PARTI.DIRIG	0.040*** (0.009)	0.098*** (0.023)	0.069*** (0.023)	0.077 (0.054)	0.042*** (0.009)	0.105*** (0.023)	0.072*** (0.023)	0.084 (0.056)
FCF/ACTIFS	0.499*** (0.054)	1.068*** (0.125)	0.914*** (0.118)	0.936*** (0.266)	0.492*** (0.055)	1.081*** (0.130)	0.952*** (0.124)	0.820*** (0.283)
ACTIFS	0.007*** (0.001)	0.019*** (0.004)	0.017*** (0.004)	0.006 (0.008)	0.006*** (0.001)	0.016*** (0.005)	0.016*** (0.004)	0.006 (0.008)
TOBINQ	0.014*** (0.004)	0.038*** (0.010)	0.031*** (0.010)	0.138*** (0.018)	0.014*** (0.004)	0.038*** (0.011)	0.033*** (0.009)	0.141*** (0.019)
AGE	0.005 (0.003)	0.006 (0.009)	0.016* (0.009)	0.013 (0.019)	0.006* (0.003)	0.010 (0.010)	0.019* (0.010)	0.014 (0.020)
Constante	-0.088*** (0.016)	-0.206*** (0.042)	-0.225*** (0.043)	-0.026 (0.085)	-0.089*** (0.016)	-0.215*** (0.043)	-0.229*** (0.045)	-0.020 (0.089)
Observations	1,001	1,001	991	679	995	995	985	676
R-squared	0.502	0.445	0.310	0.341	0.490	0.428	0.313	0.333
F	162.16	14.85	12.42	7.79	14.38	12.26	10.74	6.26
Prob > F	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
Effet fixe année	Oui	Oui	Oui	Oui	Oui	Oui	Oui	Oui
Effet fixe secteur	Oui	Oui	Oui	Oui	Oui	Oui	Oui	Oui

Méthode des moindres carrés avec valeurs mesurées sur la période 2015-2019. ***, **, * significatif respectivement au seuil de 1, 5 et 10 %

Le tableau présente les résultats de régressions linéaires multiples (méthode des moindres carrés) sur un échantillon de 210 sociétés françaises cotées sur la période 2015-2019. La variable expliquée est la performance comptable (ROA, ROCE, ROE) ou la performance boursière (RETURNS), et les principales variables explicatives mesurent les interactions entre des variables catégorielles (utilisation de terciles) liées à la structure du CA (présence ou non d'un PDG, taille du CA, indépendance du CA) et au niveau d'endettement long terme de la société (Dettes LT/Passifs ou Dettes LT/Capitaux propres). Les variables de contrôle concernent les caractéristiques de la société (taille et âge), les opportunités de croissance (Tobin's Q) et la latitude managériale (ancienneté et participation du dirigeant, niveau de free cash flow).

En résumé, ces résultats nous permettent de valider les deux hypothèses concernant la taille du CA et son niveau d'indépendance, et donc de poursuivre l'étude en se concentrant principalement sur ces deux variables, l'une quantitative et l'autre qualitative. Les résultats renforcent l'argument selon lequel l'endettement long terme est un facteur de complexité qui exerce un rôle indirect de contrôle sur le dirigeant, situation à compenser par une amélioration du rôle de conseil. En termes de configurations structurelles, il convient désormais de tester s'il est dans l'intérêt des sociétés très endettées de privilégier les CA de taille importante avec un faible niveau d'indépendance en vue d'optimiser le rôle de conseil, et in fine la performance.

3.3 Interactions entre les variables de structure du CA au sein des sociétés très endettées (hypothèses 2)

3.3.1 Régressions multiples linéaires

L'approche est similaire à celle retenue dans la partie 4.2, à savoir l'utilisation de variables catégorielles définies en fonction du tercile d'appartenance, mais l'étude porte uniquement sur les sociétés considérablement endettées (niveau d'endettement long terme supérieur à la médiane qui est en moyenne d'environ 16% sur la période étudiée). Pour rappel, le tableau 6 recense les valeurs des terciles retenues pour la taille et l'indépendance du CA.

Dans les sociétés considérablement endettées définies par un taux d'endettement, au sens « Dettes LT / Total passifs », supérieur à la médiane empirique calculée à 16%, nous remarquons (tableau 8) que l'augmentation de la taille du CA associée à un faible niveau d'indépendance (tercile 1) a un effet positif (et significatif pour le tercile 2) sur le ROA et le ROCE des sociétés très endettées (modèles 3.1 et 3.2). Également, nous constatons que cet effet s'annule lorsque le niveau d'indépendance augmente, c'est-à-dire que l'augmentation de la taille du CA (terciles 2 et 3) associée à un niveau d'indépendance plus élevé (terciles 2 et 3) a un effet net négatif et assez significatif sur la performance comptable des sociétés très endettées (modèles 3.1 à 3.3). Pour compléter, un niveau d'indépendance moyen ou élevé (terciles 2 et 3) associé à un CA de taille réduite (tercile 1) a un effet non significatif sur la performance (modèles 3.1 à 3.4). Ainsi, c'est bien la combinaison taille importante (à partir de 11 administrateurs) et indépendance élevée (à

partir de 50%) qui semble être à éviter pour les sociétés très endettées, alors que la combinaison taille non réduite (soit au moins 8 administrateurs) et indépendance faible (inférieure à 30%) semble être la plus souhaitable en termes de performance. Ces résultats plaident ainsi en faveur d'une configuration structurelle qui favorise le rôle de conseil du CA tel que présenté par la théorie des ressources (Penrose, 1959 ; Makadok, 2001), et corroborent les premiers résultats constatés dans la partie précédente. L'échantillon de contrôle composé des sociétés peu endettées (<médiane de 16%) ne permet pas de réaliser un constat identique, ce qui renforce nos hypothèses et conclusions (modèles 3.5 et 3.6 pour le ROA). En complément, l'utilisation du ratio « Dettes LT / Capitaux Propres » au lieu du ratio « Dettes LT / Passifs » (coefficient de corrélation de 0.74) permet de renforcer l'analyse des effets observés au niveau du ROCE (modèles 3.7 et 3.8).

Ces résultats confirment donc partiellement les hypothèses 2.1 et 2.2. Au niveau théorique, ces résultats peuvent être interprétés par le fait que les CA de taille intermédiaire ou importante disposeraient de davantage de ressources et compétences que les CA de taille réduite (Yermack, 1996 ; Anderson et al., 2011 ; Maati et al., 2017 ; José et al., 2018), et qu'un niveau d'indépendance faible permettrait d'améliorer la qualité des conseils (Duchin et al., 2010 ; Faleye et al., 2011 ; Adams et al., 2007 ; Cai et al., 2015). Conjointement, une taille non réduite du CA et un niveau d'indépendance faible favorisent le rôle de conseil de ce dernier, rôle qui semble être plus souhaitable que le rôle de contrôle pour les sociétés très endettées. Nous remarquons également que les résultats pour le tercile 3 de la taille du CA ne sont pas significatifs alors qu'ils le sont davantage pour le tercile 2, ce constat peut s'expliquer théoriquement par la présence de conflits cognitifs et d'un processus de décision moins efficace dans les CA de taille importante (Forbes et al. 1999 ; Maati et al., 2017 ; José et al., 2018). Pour les sociétés très endettées, l'excès de contrôle du CA semble donc être préjudiciable, tout comme l'augmentation de la taille du CA sans limite peut l'être également.

Au vu de ces résultats (tableau 8), la structure du CA à privilégier pour les sociétés très endettées serait donc de tendre vers un conseil d'administration de taille intermédiaire (entre 8 et 11 administrateurs) avec un taux d'indépendance faible (inférieur à 33%), alors

que la configuration structurelle à éviter serait un conseil d'administration de taille importante (au-delà de 11 administrateurs) et fortement indépendant (à partir de 50%).

Il ne nous est pas possible de nous positionner sur la question concernant la présence souhaitable ou non d'un PDG en raison de résultats non significatifs. En effet, les interactions entre les variables « Taille du CA ou Indépendance du CA » et la présence d'un PDG (PDG=1) ne présentent aucun effet significatif sur les indicateurs de performance des sociétés très endettées. Ce constat peut s'expliquer par la complexité liée à l'étude théorique et empirique de la variable « PDG » qui aurait comme conséquences théoriques l'amélioration du rôle de conseil du CA via un meilleur accès à l'information sur la société, mais aussi un besoin accru de contrôle en raison du pouvoir renforcé du dirigeant selon la théorie de l'agence (Fama et al., 1983 ; Zahra et al., 1989).

Tableau 8 : Régressions linéaires du modèle 3

VARIABLES	Dettes LT/Passifs > Médiane				< Médiane		/ Capitaux propres		Lag 3.1
	3.1 ROA	3.2 ROCE	3.3 ROE	3.4 RETURNS	3.5 ROA	3.6 ROCE	3.7 ROA	3.8 ROCE	3.9 ROA
Lag ROA									0.615*** (0.075)
Taille.CA.Ter2#Indep.CA.Ter1	0.027* (0.015)	0.094** (0.04.)	0.026 (0.046)	-0.059 (0.126)	0.017 (0.015)	0.023 (0.036)	0.021 (0.015)	0.075* (0.041)	0.033*** (0.011)
Taille.CA.Ter3#Indep.CA.Ter1	0.020 (0.02)	0.064 (0.061)	-0.068 (0.062)	-0.032 (0.134)	0.012 (0.020)	0.008 (0.047)	0.009 (0.022)	0.042 (0.062)	0.026* (0.014)
Taille.CA.Ter1#Indep.CA.Ter2	-0.002 (0.013)	0.006 (0.040)	0.023 (0.048)	0.101 (0.108)	0.028* (0.016)	0.091*** (0.031)	-0.011 (0.013)	-0.013 (0.041)	0.013 (0.011)
Taille.CA.Ter1#Indep.CA.Ter3	0.004 (0.019)	-0.010 (0.055)	-0.003 (0.065)	0.119 (0.131)	0.018 (0.017)	0.031 (0.046)	0.001 (0.019)	-0.016 (0.055)	0.027* (0.015)
Taille.CA.Ter2#Indep.CA.Ter2	-0.012 (0.012)	-0.069** (0.034)	-0.072* (0.037)	0.036 (0.106)	-0.015 (0.014)	-0.068** (0.027)	-0.006 (0.012)	-0.055 (0.036)	-0.016 (0.010)
Taille.CA.Ter2#Indep.CA.Ter3	-0.031* (0.017)	-0.075* (0.040)	-0.058 (0.052)	0.154 (0.107)	-0.005 (0.015)	-0.041 (0.043)	-0.028 (0.017)	-0.076* (0.043)	-0.030* (0.016)
Taille.CA.Ter3#Indep.CA.Ter2	-0.012 (0.015)	-0.047 (0.040)	-0.043 (0.041)	-0.099 (0.103)	-0.014 (0.014)	-0.066** (0.030)	0.002 (0.014)	-0.030 (0.040)	-0.014 (0.010)
Taille.CA.Ter3#Indep.CA.Ter3	-0.020 (0.018)	-0.017 (0.045)	0.053 (0.056)	0.046 (0.112)	-0.001 (0.015)	-0.030 (0.040)	-0.012 (0.018)	-0.031 (0.048)	-0.021 (0.015)
PDG=1	0.008 (0.015)	0.028 (0.044)	0.038 (0.042)	0.011 (0.114)	0.018 (0.013)	0.036 (0.029)	0.005 (0.016)	0.006 (0.048)	0.015 (0.012)
PDG=1#Indep.CA.Ter2	-0.0204 (0.010)	0.001 (0.027)	-0.017 (0.033)	-0.011 (0.066)	-0.012 (0.013)	-0.059** (0.027)	0.001 (0.010)	0.017 (0.028)	-0.001 (0.008)
PDG=1#Indep.CA.Ter3	-0.002 (0.011)	-0.002 (0.035)	-0.041 (0.032)	-0.053 (0.067)	0.001 (0.011)	-0.004 (0.031)	0.002 (0.010)	0.008 (0.034)	-0.014* (0.008)
PDG=1#Taille.CA.Ter2	-0.007 (0.015)	-0.016 (0.041)	0.015 (0.041)	-0.003 (0.117)	-0.006 (0.014)	0.001 (0.0365)	-0.003 (0.016)	-0.006 (0.043)	-0.017 (0.011)
PDG=1#Taille.CA.Ter3	-0.010 (0.016)	-0.037 (0.041)	-0.015 (0.040)	0.088 (0.110)	-0.012 (0.012)	-0.015 (0.030)	-0.009 (0.017)	-0.032 (0.046)	-0.013 (0.010)
Variables contrôle / constante	Significativité similaire aux modèles 1 et 2				Significativité similaire aux modèles 1 et 2				
Observations	492	492	488	372	502	502	506	506	401
R-squared	0.518	0.463	0.315	0.361	0.519	0.464	0.473	0.426	0.742
F	5.99	7.48	6.67	5.80	14.30	8.08	4.89	5.62	35.89
Prob > F	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
Effet fixe année / secteur	Oui	Oui	Oui	Oui	Oui	Oui	Oui	Oui	Oui

Méthode des moindres carrés avec valeurs mesurées sur la période 2015-2019 ***, **, * significatif respectivement au seuil de 1, 5 et 10 %

Le tableau présente les résultats de régressions linéaires multiples (méthode des moindres carrés) sur un échantillon de 210 sociétés françaises cotées sur la période 2015-2019. La variable expliquée est la performance comptable (ROA, ROCE, ROE) ou boursière (RETURNS), et les variables explicatives mesurent les interactions entre des variables catégorielles liées à la structure du CA (utilisation de terciles). Les variables de contrôle concernent les caractéristiques de la société (taille et âge), les opportunités de croissance (Tobin's Q) et la latitude managériale (ancienneté et participation du dirigeant, niveau de free cash flow).

3.3.2 Test de robustesse avec les estimateurs GMM

Etant donné qu'il existe un risque d'endogénéité réel entre les variables de gouvernance d'entreprise et la performance (Adams et al, 2010 ; Wintoki et al., 2012), il est proposé d'appliquer, pour l'hypothèse 2, la méthode des moments généralisée sur panel (GMM) (Hansen, 1982 ; Arellano et al., 1991 ; Blundell et al., 1998), méthode permettant d'analyser un modèle dynamique en panel. Cette méthode, soutenue par Wintoki et al. (2012) pour la recherche en gouvernance financière, génère automatiquement une série de variables instrumentales en appliquant un retard aux variables du modèle spécifié, contrairement aux méthodes de variables instrumentales 2SLS ou 3SLS qui sont plus contraignantes en obligeant le chercheur à déterminer des variables instrumentales corrélées avec les variables explicatives et non corrélées avec les résidus. Nous appliquons ainsi la méthode « GMM » en système (Blundell et al., 1998 ; Roodman, 2009) au modèle 3 en retenant un lag de 2 années de retard (Glen et al., 2001 ; Gschwandtner, 2005).

Le modèle 3.9 du tableau 9, qui inclut une variable retardée significative sur le ROA, invite à prendre en considération le risque d'endogénéité au niveau de la performance mesurée dans les estimations. La méthode GMM en système est particulièrement recommandée en économétrie lorsque la période d'observation est relativement courte et le nombre d'observations est quant à lui assez important, deux critères respectés par l'échantillon proposé dans cet article.

Avant de commenter les résultats obtenus (tableau 9), il convient de préciser que les estimateurs GMM sont pertinents et robustes si d'une part le test de sur-identification de Hansen et d'autre part le test d'Arellano-Bond 2 présentent des p-values supérieures à 0.1. En effet, des p-values supérieures à 0.1 pour ces deux tests indiquent la validation respective de l'hypothèse nulle de non-corrélation des variables instrumentales avec les termes d'erreur, et de l'hypothèse nulle d'absence d'autocorrélation de second ordre.

De ces estimateurs GMM (tableau 9), il en ressort des résultats qui renforcent en partie les interprétations proposées avec les régressions linéaires multiples. En effet, l'augmentation de la taille du CA associée à un faible niveau d'indépendance (tercile 1) a un effet positif mais peu significatif sur la performance des sociétés très endettées (modèles 3.10 à 3.12). Il convient ainsi de nuancer davantage les conclusions formulées

dans la sous-partie précédente concernant la validation de l'hypothèse 2.1. D'un point de vue théorique, cela signifie qu'il n'est pas si judicieux pour les actionnaires de sociétés très endettées d'augmenter sans limite les ressources du CA (via une taille du CA importante) et de limiter son rôle de contrôle (via un faible taux d'indépendance). Un CA de taille importante (supérieure à 11 administrateurs) et peu indépendant (inférieur à 33%) peut théoriquement souffrir de la présence de conflits cognitifs et d'un manque d'efficacité dans son fonctionnement (Yermack, 1996 ; Forbes et al., 1999 ; Maati et al., 2017 ; José et al., 2018) mais aussi d'un manque considérable de surveillance à l'égard des dirigeants (Coles et al., 2008 ; Sarkar et al., 2018).

Parallèlement, toujours dans les sociétés considérées comme endettées, cet effet positif de l'augmentation de la taille du CA s'annule et devient même significativement négatif (surtout pour le ROA et le ROE) lorsque le niveau d'indépendance augmente pour atteindre les terciles 2 et 3 (modèles 3.10 et 3.12). Les configurations structurelles qui associent un taux d'indépendance relativement élevé (supérieur à 33%) à une taille de CA non réduite (au moins 8 administrateurs) semblent donc être à éviter pour les sociétés très endettées. Autrement dit, si les actionnaires et les sociétés ont décidé de se doter d'un CA de taille considérable (au moins 8 administrateurs), ces derniers doivent veiller à ce que ce choix soit synonyme d'apports de compétences et de conseils pertinents, et non de contrôle objectif (taux d'indépendance comme proxy). Par conséquent, la validation de l'hypothèse 2.2 est renforcée par les estimateurs GMM.

Une différence notable à noter est liée au constat qu'un niveau d'indépendance du CA élevé (tercile 3) associé à un CA de petite taille (tercile 1) a un effet positif et significatif sur la performance des sociétés très endettées (modèles 3.10 et 3.11). Cet effet est assez inattendu car la configuration « Taille réduite et Indépendance élevée » correspond à la configuration structurelle où le rôle de conseil exercé par le CA est très limité a priori. Ces résultats ne peuvent être ignorés, et invitent à la prudence dans la formulation des conclusions de cet article. Il se pourrait que le fait d'augmenter le taux d'indépendance du CA soit bénéfique pour certaines sociétés très endettées dotées d'un CA de taille réduite.

L'échantillon de contrôle, composé des sociétés peu endettées (<médiane), ne permet pas de réaliser un constat identique, ce qui est de nature à renforcer nos interprétations

(modèles 3.14 et 3.15). A contrario, les modèles 3.16 et 3.17, qui mobilisent le ratio « Dettes LT/ Capitaux propres », ne permettent pas d'observer des résultats similaires.

A la lumière de ces résultats obtenus par l'outil statistique « GMM », il est surtout possible de conclure que les sociétés très endettées ont intérêt à éviter d'opter pour des CA composés d'une majorité de membres indépendants, surtout lorsque le CA est de taille non réduite (c'est-à-dire au-delà de 8 administrateurs). Au contraire, il semble recommandé que les sociétés très endettées réalisent un arbitrage entre une taille importante du CA et un taux élevé d'indépendance du CA, l'association de ces deux caractéristiques ayant un impact négatif sur la performance (L'hypothèse 2.2 étant la principale hypothèse validée). Un résumé de la validation ou du rejet des hypothèses proposées dans cet article est fourni en annexe B.

Tableau 9 : Estimateurs GMM du modèle 3								
VARIABLES	Dettes LT/ Actifs > Médiane				< Médiane		/ Capitaux propres	
	3.10 ROA	3.11 ROCE	3.12 ROE	3.13 RETURNS	3.14 ROA	3.15 ROCE	3.16 ROA	3.17 ROCE
L.ROA/ROCE/ROE/RETURNS	-0.117* (0.133)	-0.129 (0.092)	-0.425*** (0.114)	-0.385*** (0.123)	-0.203** (0.095)	-0.016 (0.143)	-0.230 (0.173)	-0.167 (0.123)
Taille.CA.Ter2	0.067* (0.035)	0.143 (0.119)	0.198 (0.154)	-0.535 (0.498)	0.010 (0.029)	-0.010 (0.068)	0.026 (0.050)	0.105 (0.127)
Taille.CA.Ter3	0.060 (0.043)	0.089 (0.133)	0.022 (0.193)	-0.607 (0.498)	0.055 (0.036)	0.046 (0.082)	0.018 (0.048)	0.093 (0.133)
Indep.CA.Ter2	0.053** (0.024)	0.137* (0.080)	0.146 (0.137)	-0.772 (0.554)	-0.019 (0.035)	0.001 (0.055)	0.017 (0.026)	0.102 (0.078)
Indep.CA.Ter3	0.052* (0.028)	0.103 (0.087)	0.217 (0.161)	-0.722 (0.569)	-0.037 (0.031)	-0.062 (0.082)	0.010 (0.037)	0.028 (0.108)
Taille.CA.Ter2# Indep.CA.Ter2	-0.040 (0.025)	-0.113 (0.085)	-0.162 (0.126)	0.807* (0.433)	0.008 (0.034)	-0.026 (0.056)	-0.001 (0.029)	-0.045 (0.077)
Taille.CA.Ter2# Indep.CA.Ter3	-0.055* (0.033)	-0.123 (0.098)	-0.276* (0.161)	0.930* (0.529)	-0.016 (0.051)	0.000 (0.095)	-0.015 (0.044)	-0.034 (0.105)
Taille.CA.Ter3# Indep.CA.Ter2	-0.053** (0.025)	-0.135* (0.081)	-0.096 (0.137)	0.930* (0.483)	-0.038 (0.039)	-0.042 (0.083)	-0.018 (0.029)	-0.103 (0.083)
Taille.CA.Ter3# Indep.CA.Ter3	-0.056* (0.033)	-0.095 (0.098)	-0.183 (0.180)	0.976* (0.494)	-0.047 (0.046)	-0.063 (0.107)	-0.018 (0.042)	-0.059 (0.114)
PDG=1	0.085** (0.042)	0.125 (0.144)	0.285** (0.140)	-0.200 (0.496)	0.022 (0.037)	-0.007 (0.091)	0.071* (0.042)	0.065 (0.125)
Taille.CA.Ter2#PDG=1	-0.073** (0.033)	-0.132 (0.107)	-0.245* (0.129)	0.502 (0.430)	-0.044 (0.041)	-0.024 (0.090)	-0.050 (0.040)	-0.083 (0.089)
Taille.CA.Ter3#PDG=1	-0.096** (0.046)	-0.155 (0.140)	-0.334** (0.142)	0.557 (0.417)	-0.039 (0.044)	-0.029 (0.116)	-0.067 (0.043)	-0.073 (0.108)
Indep.CA.Ter2#PDG=1	-0.016 (0.020)	-0.005 (0.078)	-0.011 (0.091)	-0.144 (0.313)	0.026 (0.024)	0.047 (0.046)	-0.011 (0.020)	0.009 (0.078)
Indep.CA.Ter2#PDG=1	-0.020 (0.027)	-0.012 (0.086)	-0.027 (0.124)	-0.265 (0.337)	0.042 (0.034)	0.052 (0.073)	-0.018 (0.024)	0.024 (0.084)
Variables contrôle / constante	Significativité similaire aux modèles 1 et 2				Significativité similaire aux modèles 1 et 2			
Observations	403	402	395	299	411	411	410	409
AR2p	0.160	0.302	0.306	0.100	0.0664	0.853	0.481	0.626
Hansenp	0.230	0.128	0.0584	0.100	0.500	0.269	0.0289	0.0378

Méthode des moments généralisée avec valeurs mesurées sur la période 2015-2019. ***, **, * significatif respectivement au seuil de 1, 5 et 10 %

Le tableau présente les résultats des estimateurs « GMM » sur un échantillon de 210 sociétés françaises cotées sur la période 2015-2019. Un retard (lag) de 2 années est appliqué pour définir les variables instrumentales. La variable expliquée est la performance comptable (ROA, ROCE, ROE) ou boursière (RETURNS), et les variables explicatives mesurent les interactions entre des variables catégorielles liées à la structure du CA (utilisation de terciles). Les variables de contrôle concernent les caractéristiques de la société (taille et âge), les opportunités de croissance (Tobin's Q) et la latitude managériale (ancienneté et participation du dirigeant, niveau de free cash flow)

Conclusion

Cet article proposait d'étudier principalement l'impact de la structure du CA sur la performance des sociétés très endettées à partir d'un échantillon constitué de 210 sociétés cotées françaises sur la période 2015-2019. Le choix de l'endettement à long terme a été retenu étant donné que cette caractéristique financière présente deux effets intéressants sur le fonctionnement du CA : Le premier étant que l'endettement exerce un rôle indirect de contrôle sur le dirigeant ; Le second étant que l'endettement accroît la complexité de la société. Nous avons donc construit nos hypothèses à partir du postulat théorique selon lequel le CA assure un rôle de contrôle et de conseil à ajuster en fonction de l'environnement et des besoins de la société dans une perspective de performance de la société. Plus précisément, le fil conducteur de cet article a consisté à considérer que dans un contexte d'endettement à long terme élevé, il pourrait être dans l'intérêt des actionnaires et de la société, voire des administrateurs et dirigeants, de rechercher des configurations structurelles du CA qui renforcent son rôle de conseil et limitent son rôle de contrôle.

Premièrement, les hypothèses 1 avaient pour objectif d'apprécier les effets des interactions entre les variables de structure du CA et le niveau d'endettement sur la performance de toutes les sociétés. Il en est ressorti des résultats statistiques encourageants qui soutiennent l'idée selon laquelle la taille du CA a un effet positif et le niveau d'indépendance a un effet négatif sur la performance des sociétés lorsque le niveau d'endettement augmente. En validant les hypothèses 1.2 et 1.3, l'étude a ainsi été prolongée au travers de l'analyse des interactions entre la taille et le taux d'indépendance du CA.

Deuxièmement, les hypothèses 2 avaient pour ambition de préciser les premiers résultats en étudiant l'effet des interactions « Taille du CA # Indépendance du CA » sur la performance des sociétés très endettées. Avec toute la prudence nécessaire dans l'interprétation des résultats, l'hypothèse 2.1 a été partiellement validée à partir des régressions linéaires, mais peu soutenue par les estimateurs GMM. Ainsi, nous pouvons uniquement conclure qu'il est plausible que la configuration structurelle « Taille

importante et taux d'indépendance faible du CA » ait un effet positif sur la performance comptable des sociétés très endettées.

Concernant l'hypothèse 2.2, les résultats sont plus évidents et mettent en évidence que la configuration « Taille importante et taux d'indépendance élevé du CA » a un effet négatif sur la performance des sociétés très endettées.

Finalement, et pour donner suite aux tests des hypothèses 1 et 2, nous sommes en mesure de proposer une conclusion générale concernant les sociétés très endettées et leurs choix en matière de structure du CA. Celle-ci consiste à formuler qu'il est a priori dans l'intérêt financier des sociétés très endettées et de leurs actionnaires d'opter pour des CA de taille non réduite (plus de 8 administrateurs) tout en limitant le taux d'indépendance de ce dernier (pas plus de 33%). Autrement dit, une des solutions pourrait consister, si besoin, à augmenter le nombre d'administrateurs non indépendants en valeurs absolue (nombres) et relative (proportion) afin de favoriser le rôle de conseil du CA et de limiter son rôle de contrôle. Pour préciser, une des conditions sous-jacentes serait de rechercher des profils d'administrateurs en mesure d'apporter de nouvelles compétences et expériences au CA dans le domaine financier ou relationnel par exemple, pour que la nouvelle nomination soit source de ressources complémentaires pour le CA.

Cette conclusion contribue à la littérature existante en soulignant qu'il est important d'intégrer et de considérer plusieurs facteurs, en l'espèce le niveau d'endettement à long terme, dans la recherche d'une configuration structurelle optimale du CA, au sens qui favorise la performance. Pour rebondir sur les propos de l'introduction, il n'y a certainement pas de « one best way » en matière de structure du CA, mais il y a très probablement de meilleures options à conseiller, et à défaut des configurations structurelles du CA à éviter en vue d'améliorer la performance de ce dernier.

Comme toute étude statistique, il existe des limites intrinsèques liées aux choix méthodologiques réalisés quant à l'échantillon, aux variables retenues, aux modèles économétriques, et aux outils statistiques mobilisés. Sur une période limitée de 5 années, il existe un effet d'inertie au niveau de la structure du CA, il aurait été intéressant d'étudier une période plus conséquente pour capter davantage de dynamique dans la gouvernance

des sociétés. Notons également que le niveau d'endettement à long terme est une variable qui peut évoluer significativement en fonction des choix de financement des investissements d'une année alors même que ces investissements contribueront à la performance de la société d'ici plusieurs années en général (décalage entre l'endettement et les conséquences positives des investissements sur la performance), ou même en fonction des choix comptables par exemple (application anticipée d'IFRS16).

L'article pourrait éventuellement inspirer des travaux en faveur de l'utilisation des coefficients d'interaction pour d'autres problématiques de gouvernance, ou être prolongé avec l'étude de variables concernant les administrateurs (expériences professionnelles, formations, réseaux professionnels...etc.) et l'endettement (maturité de la dette, titres hybrides), ou encore faire l'objet d'une approche dynamique encouragée par certains chercheurs (Hollandts et al., 2018).

Références bibliographiques pour le chapitre 2

Arnaboldi F., Casu B., Kalotychou E., et Sarkisyan A, (2018). The performance effects of board heterogeneity: what works for EU banks. *The European Journal of Finance*.

Adams R.B. et Ferreira D., (2007). A theory of friendly boards. *Journal of Finance*. 62 (1), 217–250.

Adams R. B., Hermalin B. E., et Weisbach M. S., (2010). The role of boards of directors in corporate governance: A conceptual framework and survey. *Journal of Economic Literature*, 48: 58-107.

Anderson A. Et Gupta P., (2009). A cross-country comparison of corporate governance and firm performance: Do financial structure and the legal system matter? *Journal of Contemporary Accounting and Economics*, Elsevier, vol. 5(2), pages 61-79.

Anderson R.C., Reeb D.M., Upadhyay A., et Zhao W., (2011). The economics of director heterogeneity. *Financial Management*, 40, 5–38.

Arellano M. et Bond S., (1991). Some Tests of Specification for Panel Data: Monte Carlo Evidence and an Application to Employment Equations. *Review of Economic Studies*, 58, 277–297.

Balli H.O., and Sørensen B.E., (2013). Interaction effects in econometrics. *Empirical Economics*, 45(1), 583-603.

Bhagat S. et Bolton B., (2008). Corporate Governance and Firm Performance. *Journal of Corporate Finance*, vol. 14, pp. 257-273.

Barneto P., Aboulmaaty H., Ouvrard S., et Rannou Y., (2018). Projet de recherche pour l'ANC. La distinction entre les dettes et les capitaux propres.

Baysinger B.D., Kosnik R.D., et Turk T.A., (1991). Effects of Board and Ownership Structure on Corporate R&D Strategy. *Academy of Management Journal*, vol. 34, p. 205-214.

Bebchuk L., Grinstein Y., et Peyer U., (2010). Lucky CEOs and Lucky Directors. *Journal of Finance*. vol. 65, p. 2363-2401.

Belot F., Ginglinger E., Slovin M.B., et Sushka M.E., (2014). Freedom of choice between unitary and two-tier boards: an empirical analysis. *Journal of financial economics*. Vol 112, page 364-385.

Berle A. et Means G., (1932). *The Modern Corporation and Private Property*. New York, Transaction Pub.

Blundell R. et Bond S., (1998). Initial Conditions and Moment Restrictions in Dynamic Panel Data Models. *Journal of Econometrics*, 87, 115–143.

Bourjade S., Germain L., et Lyon-Caen C., (2016). Conseils d'administration : Indépendance, collusion et conflits d'intérêts. *Revue française d'économie*, Volume XXXI (2), 3-25.

Cai J. et Zhang Z., (2011). Leverage change, debt overhang, and stock prices. *Journal of Corporate finance*.

Cai J., Liu Y., et Qian Y., (2015). Information asymmetry and corporate governance. *Quarterly Journal of Finance*.

Castanias R. et Helfat C.E., (2001). The Managerial Rents Model: Theory and Empirical Analysis. *Journal of Management*, 27, 661-678.

Cavaco S., Crifo P., Roudaut G., et Rebérioux A., (2017). Independent Directors: Less Informed but Better Selected than Affiliated Board Members. *Journal of Corporate Finance*, vol. 43, pp. 106-121.

Chang K., Lee J., et Shim H., (2018). CEO Duality and Firm Performance: Does Economic Policy Uncertainty Mediate the Relation? *International Review of Finance*, 19(4), 877-891.

Charreaux G., (2006). Les théories de la gouvernance : de la gouvernance des entreprises à la gouvernance des systèmes nationaux. *Gouvernance des entreprises Nouvelles perspectives*, Paris, Economica.

Charreaux G., (2000). La théorie positive de l'agence : positionnements et apports. *Revue d'Économie Industrielle*, n° 92, p. 193-214.

Charreaux G., (1997). *Le gouvernement des entreprises*. Economica, Paris.

Cheng Y., Liu Y., et Chien C., (2010). Capital Structure and Firm Value in China Panel Threshold Regression Analysis. *African Journal of Business Management*, 4(12), 2500- 2507.

Chidambaran N.K., Palia D., et Zheng Y., (2008). Corporate governance and firm performance: evidence from large governance changes. *Social Science Research Network*.

Coles J.L., Daniel N.D., et Naveen L., (2008). Boards: Does One Size Fit All. *Journal of Financial Economics*, 87, 329-356.

Connelly J.T., Limpaphayom P., et Nagarajan N.J., (2012). Form versus substance: The effect of ownership structure and corporate governance on firm value in Thailand. *Journal of Banking and Finance*, 36(6), 1722-1743.

Dalton D.R., Daily C.M., Johnson J.L., et Ellstrand A.E., (1999). Number of directors and financial performance: A meta-analysis. *Academy of Management Journal*, 42: 674-686.

Dey A., Engel E., et Liu X., (2011). CEO and board chair roles: to split or not to split. *Journal of corporate finance*. Vol17, page 1595-1618.

Donaldson L., (1990). The Ethereal Hand: Organizational Economics and Management Theory». *Academy of Management Review*, vol. 15, n°3, p. 369-381.

Duchin R., Matsusaka J., et Ozbas O., (2010). When Are Outside Directors Effective. *Journal of Financial Economics*, vol. 96, pp. 195-214.

Dumas G., Di Giacomo A., Arnaud Q., (2021). L'attribution de stock-options : un outil efficace de lutte contre le court-termisme managérial en matière de R&D. *Finance Contrôle Stratégie*, vol. 11.

Duru A., Lyengar R.J., et 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.

Easterbrook F.H., (1984). Two Agency-Cost Explanations of Dividends. *The American Economic Review*, vol. 74, no. 4, 1984, pp. 650-659

Erickson T., et Whited T., (2012). Treating Measurement Error in Tobin's q. *The Review of Financial Studies*. Volume 25, Issue 4, Pages 1286-1329.

Faleye O., Hoitash R., et Hoitash U., (2011). The costs of intense board monitoring. *J. Financ. Econ.* 101, 160-181.

Fama E., et Jensen M., (1983). Separation of ownership and control. *Journal of Law and Economics*, 27, 301-325.

Fama E., (1980). Agency problems and the theory of the firm. *Journal of Political Economy*, 88, 288-307.

Farag H., et Mallin C., (2017). Monitoring corporate boards: Evidence from China. *The European Journal of Finance*, vol (6), pages 524-549.

Ferreira D., (2010). Board diversity. In *Corporate Governance: A Synthesis of Theory. Research and Practice*.

Ferreira D., Ferreira M.A., et Raposo C.C., (2011). Board structure and price informativeness. *Journal of financial economics*, vol. 99, 523 -545.

Forbes D.P., et Milliken F.J., (1999). Cognition and corporate governance: Understanding boards of directors as strategic decision-making groups. *Academy of Management Review*, 24, 489–505.

Ginglinger E., Megginson W., et Waxin T., (2011). Employee ownership, board representation, and corporate financial policies. *Journal of Corporate Finance*, 17(4), 868–887.

Giroud X., Mueller H., Stomper A., et Westerkamp A., (2012). Snow and leverage. *Review of Financial Studies*, 25: 680-710.

Glen J., Lee K., et Singh A., (2001). Persistence of profitability and competition in emerging markets. *Economics Letters*, 72, 247–253.

Godard L., (1998). Les déterminants du choix entre le conseil d'administration et le conseil de surveillance. *Finance Contrôle Stratégie*, Vol. 1, n°4, p. 39-61.

Godard L., et Shatt A., (2004). Caractéristiques et fonctionnement des d'administration français : Un état des lieux. *Cahier du FARGO*, n° 104020.

Gschwandtner A., (2005). Profit persistence in the very long run: evidence from survivors and exiters. *Applied Economics*, 37, 793–806.

Hansen L.P., (1982). Large sample properties of generalized method of moments estimators. *Econometrica* 50: 1029–1054.

Hermalin B.E., Weisbach M.S., (1998). Endogenously Chosen Boards of Directors and Their Monitoring of the CEO. *American Economic Review* 88, 96-118.

Hillman A. J., et Dalziel T., (2003). Boards of directors and firm performance: Integrating agency and resource dependence perspectives. *Academy of Management Review*, 28, 383–396.

Hillman A.J., Cannella A.A., et Paetzold R.L., (2000). The Resource Dependence Role of Corporate Directors: Strategic Adaptation of Board Composition in Response to Environmental Change. *Journal of Management Studies*, Mar, 37(2), 235-255.

Hollandts X., Borodak D., et Tichit D., (2018). La dynamique de changement des formes de gouvernance : le cas français 2000-2014. *Revue Finance Contrôle Stratégie*, vol. 21(3), pages 129-158.

Jensen M.C., et Meckling W.H., (1976). Theory of the firm: Managerial behaviour Agency Costs and Ownership structure. *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, pp. 305-360.

Jensen M.C., (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *American Economics Review*. 76 (2), 323–329.

José García Martín C., et Herrero B., (2018). Boards of directors: composition and effects on the performance of the firm. *Economic Research*. 31:1, 1015-1041,

Lehn K., Patro S., et Zhao M., (2009). Determinants of the size and composition of US corporate boards: 1935–2000. *Financial Management*. 38, 747–780.

- Maati J., (1999). Le gouvernement de l'entreprise. DeBoeck Université, Paris-Bruxelles.
- Maati J., et Maati-Sauvez C., (2017). L'hétérogénéité des administrateurs des entreprises cotées en France : influence de la complexité de la firme et de la latitude managériale et conséquences sur la performance financière. *Finance Contrôle Stratégie*.
- Maati J., et Maati-Sauvez C., (en cours). Influence de la diversité d'âge et des valeurs personnelles des administrateurs sur la performance financière et le risque des sociétés cotées en France.
- Makadok R., (2001). Toward a synthesis of the resource-based and dynamic capability views of rent creation. *Strategic Management Journal*, 22(5), 387-401.
- Maurice Y., Mard Y., et Séverin E., (2015). Maturité De La Dette Et Gouvernance d'Entreprise.
- McNulty T., et Pettigrew A., (1999). Strategists on the Board. *Organization Studies*, 20, 47-74.
- Miller M., (1977). Debt and Tax. *The Journal of Finance*, vol. 32, no. 2, 261-275.
- Mitani H., (2014). Capital structure and competitive position in product market. *International Review of Economics and Finance* 29, 358-371.
- Modigliani F., et Miller M., (1958). The Cost of Capital; Corporation Finance and the Theory of Investment. *American Economic Review*, vol. 48.
- Morck R., Shleifer A., et Vishny R., (1988). Management ownership and market valuation: an empirical analysis. *Journal of Financial Economics*, 20, 293-316.
- Morellec E., Nikolov B., et Schürhoff N., (2012). Corporate governance and capital structure dynamics, *Journal of Finance* 67(3): 803-848.
- Myers S.C., et Majluf N.S., (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, June, vol.13, Issue 2, pp.187-220.
- Nguyen, B.D., et Nielsen, K.M., (2010). The Value of Independent Directors: Evidence from Sudden Death. *Journal of Financial Economics*, vol. 98, pp. 550-567.
- Paquerot M., et Alexandre H., (2000). Efficacité des structures de contrôle et enracinement des dirigeants. *Finance Contrôle Stratégie*. Volume 3, N° 2, juin 2000, p. 5 - 29
- Penrose E., (1959). *The Theory of the Growth of the Firm*. Oxford University Press.
- Pfeffer J., et Salancik G.R., (1978). *The External Control of Organizations: A Resource Dependence Perspective*. Harper et Row: New York.
- Pinegar J.M., et Wilbricht L., (1989). What Managers Think of Capital Structure Theory: A Survey. *Financial Management*, vol. 18, no. 4, pp. 82-91.
- Poincelot E., (1999). Le rôle de l'endettement dans le contrôle du comportement managérial : le cas des firmes dégagant du free cash flow. *Finance Contrôle Stratégie*, vol. 2, n° 1, p. 75-89.
- Rapport de la Banque de France : https://publications.banque-france.fr/sites/default/files/medias/documents/bulletin-banque-de-france2386_situ_entreprises.pdf

- Rebérioux, A., et Roudaut G., (2018). Le conseil d'administration : enjeux de gouvernance et de responsabilité. *Revue d'économie financière*, 130, 163-180.
- Rindova V. P., (1999). What corporate boards have to do with strategy: a cognitive perspective. *Journal of Management Studies*, 36, 953-75.
- Roodman, D.M., (2009). A note on the theme of too many instruments. *Oxford Bulletin of Economics and Statistics* 71: 135-158.
- Sarkar.J, et Sarkar.S, (2008). Debt and corporate governance in emerging economies: Evidence from India. *Economics of transition*.
- Sarkar J., Sarkar S., (2018). Bank Ownership, Board Characteristics and Performance: Evidence from Commercial Banks in India. *International Journal of Financial Studies*, Vol 6, N°17.
- Schmidt S.L., et Brauer M., (2006). Strategic Governance: How to assess Board Effectiveness in Guiding Strategy Execution. *Strategic Governance*, 14, 13-22.
- Shleifer A., et Vishny R.W., (1989). Management Entrenchment: The Case of Manager Specific Investments. *Journal of Financial Economics*, vol. 25.
- Spence H.E., (1973). Job Market Signaling. *Quarterly Journal of Economics*, 87, 3, 355-374.
- Stulz R.M., (1988). Managerial Control of Voting Rights: Financing Policies and the Market for Corporate Control. *Journal of Financial Economics*, 20, 25-54.
- Sundaramurthy C., et Lewis M., (2003). Control and collaboration: Paradoxes of governance. *Academy of Management Review*, 28: 397-415.
- Toe S. D., Hollandts X., et Valiorgue B., (2017). La « face cachée » de l'actionnariat salarié : Etude empirique sur l'indice SBF 120 (2000-2014). *Finance Contrôle Stratégie*, 20-1.
- Torchia M., Calabro A., et Morner M., (2015). Board of director's diversity, creativity, and cognitive conflict: the role of board members' interaction. *International studies of management and organization*, 45(1), 6-24.
- Wen Y., Rwegasira K., et Bilderbeek J., (2002). Corporate Governance and Capital Structure Decisions of Chinese Listed Firms. *Corporate Governance: An International Review*, Vol 10(2), pp75-83.
- Williamson O.E., (1975). *Markets and Hierarchies: Analysis and Antitrust Implications: A Study in the Economics of Internal Organization*. University of Illinois.
- Wintoki B., Linck J.S., et Netter J.M., (2012). Endogeneity and the dynamics of internal corporate governance. *Journal of Financial Economics*. 105 (3), 581-606.
- Yermack D., (1996). Higher market valuation of companies with a small board of directors. *Journal Financial Economics*. 40, 185-211.
- Zahra S. A., et Pearce J. A., (1989). Boards of directors and corporate financial performance: A review and integrative model. *Journal of Management*, 15, 291-334.
- Zwiebel J. (1996). Dynamic Capital structure under managerial entrenchment. *American Economic Review*, vol. 86, p. 1197-1215.

ANNEXE A : Matrice de corrélations

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)	(14)	(15)
Ln Actifs (1)	1														
DettesLT/Actifs (2)	0.300***	1													
DettesLT/Capitaux (3)	0.315***	0.845***	1												
FCF/Actifs (4)	0.272***	-0.134***	-0.137***	1											
Ancien.Dirig (5)	-0.233***	-0.0646	-0.0380	-0.0310	1										
Parti.Dirig (6)	-0.319***	-0.125**	-0.0749	-0.0383	0.385***	1									
PDG (7)	-0.0581	-0.0853*	-0.0561	-0.0915*	0.140***	0.143***	1								
Taille.CA (8)	0.774***	0.207***	0.240***	0.178***	-0.214***	-0.318***	-0.0177	1							
Indep.CA (9)	0.252***	0.186***	0.139***	0.0802*	0.0246	-0.159***	-0.0586	0.122**	1						
Age.Soc (10)	0.376***	-0.0512	0.0518	0.251***	-0.0517	0.0814*	0.0224	0.288***	-0.00892	1					
Tobin.Q (11)	-0.00626	-0.0597	-0.0396	0.185***	0.0709	-0.0417	-0.0262	0.0211	-0.0686	-0.0114	1				
ROA (12)	0.235***	-0.180***	-0.200***	0.652***	-0.00958	0.0779*	-0.0517	0.122**	-0.0369	0.219***	0.249***	1			
ROCE (13)	0.268***	-0.0930*	-0.0939*	0.592***	-0.0300	0.0412	-0.0507	0.155***	-0.0278	0.217***	0.255***	0.899***	1		
ROE (14)	0.202***	-0.0686	-0.0657	0.471***	-0.0564	0.0140	-0.0192	0.103**	-0.0232	0.182***	0.208***	0.722***	0.794***	1	
Returns (15)	-0.0107	-0.111**	-0.111**	0.177***	-0.00726	0.0398	0.0530	-0.0274	-0.0901*	0.0219	0.278***	0.307***	0.301***	0.289***	1

* p<0.05, ** p<0.01, *** p<0.001

Le tableau présente les coefficients de corrélation entre les variables mobilisées. La performance a été mesurée à partir du ROA, ROCE, ROE, et du RETURNS. Au niveau des principales variables explicatives étudiées, il y a le niveau d'endettement long terme, la taille du CA, le niveau d'indépendance du CA, et la présence ou non d'un PDG. Les variables de contrôle sont le total actifs, le niveau de flux de trésorerie disponible, la propriété managériale, l'ancienneté du dirigeant, mais aussi l'âge de la société et le Tobin's Q exprimant les opportunités de croissance.

ANNEXE B : Résumé des résultats et hypothèses

Résumé des résultats pour la performance (ROA, ROCE, ROE, RETURNS)

Modèles 2.1 à 2.4 – OLS (tableau 7)

CA/CA et Endettement		Endettement tercile 1	Endettement tercile 2	Endettement tercile 3	Résultats
Taille	Tercile 2	-		+	H1.2 validée
	Tercile 3	----		++	
Indépendance	Tercile 2			----	H1.3 validée
	Tercile 3		---		
PDG	Présence	++	---		H1.1 rejetée

« + » ou « - » = Effet positif ou négatif significatif sur une mesure de la performance

« ++ » ou « -- » = Effet positif ou négatif significatif sur deux mesures de la performance

« +++ » ou « --- » = Effet positif ou négatif significatif sur trois mesures de la performance

« ++++ » ou « ---- » = Effet positif ou négatif significatif sur quatre mesures de la performance

Résumé des résultats pour la performance (ROA, ROCE, ROE, RETURNS)

Modèles 3.1 à 3.4 – OLS (tableau 8)

CA	Indépendance Tercile 1	Indépendance Tercile 2	Indépendance Tercile 3
Taille Tercile 1			
Taille Tercile 2	++ (Hyp 2.1)	--	-- (Hyp 2.2)
Taille Tercile 3			

« + » ou « - » = Effet positif ou négatif significatif sur une mesure de la performance

« ++ » ou « -- » = Effet positif ou négatif significatif sur deux mesures de la performance

« +++ » ou « --- » = Effet positif ou négatif significatif sur trois mesures de la performance

« ++++ » ou « ---- » = Effet positif ou négatif significatif sur quatre mesures de la performance

Résumé des résultats pour la performance – ROA, ROCE, ROE, RETURNS

Modèles 3.10 à 3.13 – GMM (tableau 9)

CA	Indépendance Tercile 1	Indépendance Tercile 2	Indépendance Tercile 3
Taille Tercile 1		++	+
Taille Tercile 2	+ (Hyp 2.1)	-	-- (Hyp 2.2)
Taille Tercile 3		--	- (Hyp 2.2)

« + » ou « - » = Effet positif ou négatif significatif sur une mesure de la performance

« ++ » ou « -- » = Effet positif ou négatif significatif sur deux mesures de la performance

« +++ » ou « --- » = Effet positif ou négatif significatif sur trois mesures de la performance

« ++++ » ou « ---- » = Effet positif ou négatif significatif sur quatre mesures de la performance

**CHAPITRE III : CONSEIL D'ADMINISTRATION
ET LUTTE CONTRE L'AGRESSIVITÉ FISCALE**

Chapitre III : Conseil d'administration et lutte contre l'agressivité fiscale

Résumé : Cet article analyse les relations entre le niveau d'imposition et la gouvernance d'entreprise dans le contexte français. Premièrement, l'étude est réalisée pour déterminer dans quelle mesure les actionnaires peuvent valoriser l'optimisation fiscale et redouter l'agressivité fiscale. Deuxièmement, nous étudions quelles configurations structurelles du CA et du comité d'audit permettent de limiter au mieux le risque fiscal lié aux pratiques agressives. L'échantillon est composé de sociétés françaises appartenant à l'indice CAC All-Tradable sur la période 2015-2020. Des estimations statistiques des régressions et des tests de robustesse, il en ressort deux principaux apports. D'une part, notre article soutient l'existence d'une relation en forme de U inversé entre le niveau d'imposition et la performance, ce qui démontre une méfiance vis-à-vis de l'agressivité fiscale. D'autre part, nous observons que la taille du CA (ou du comité d'audit) et son taux d'indépendance sont des variables déterminantes pour lutter contre l'agressivité fiscale.

Summary: This article analyzes the relationship between tax level and corporate governance in a French context. First, this study is carried out to determine to what extent shareholders may value tax optimization and fear tax aggressiveness. Second, we study which structural configurations of the board of directors and the audit committee limit the tax aggressiveness. The sample is made up of French companies belonging to the CAC All-Tradable index over the period 2015-2020. From the statistical estimates of the regressions and robustness tests, two main contributions emerge. On the one hand, our article supports the existence of an inverted U-shaped relationship between the tax level and performance, which demonstrates a distrust of tax aggressiveness. On the other hand, we observe that the size of the board (or audit committee) and its rate of independence are determining variables in the fight against tax aggressiveness.

Mots-clés : Conseil d'administration, imposition, performance, taille du conseil d'administration, administrateurs indépendants

Keywords: Board of directors, tax, performance, board size, independent directors

Codes JEL : G39

Introduction

Au cours de la dernière décennie, force est de constater que les scandales fiscaux ont été nombreux (Affaire McKinsey, CumEx Files, OpenLux, Pandora Papers pour l'année 2021), alors même que ces derniers ne reflètent que la partie visible de l'ampleur de l'évasion fiscale estimée à plus de 80 milliards d'euros par année fiscale en France. Cette fraude fiscale, ou évasion fiscale, repose sur des pratiques fiscales illégales qui s'articulent par exemple autour de prix de transfert internes, de prêts intragroupes, d'actifs incorporels, de montages fiscaux sophistiqués, ou encore de la création de sociétés offshore. Même si ces pratiques fiscales sont complexes à appréhender, la principale motivation est, quant à elle, relativement facile à comprendre : la réduction de la charge fiscale dans le but d'accroître la richesse nette perçue, ou autrement dit, la volonté d'accaparer une partie des prélèvements obligatoires exigés par l'Etat. En France, l'importante fraude fiscale est à mettre en relation avec le fait que la France pratique l'un des taux de prélèvements obligatoires les plus élevés au monde, à savoir environ 46% du PIB². Au-delà de la fiscalité personnelle, il est à noter que le taux légal d'imposition des entreprises françaises soumises à l'IS (et à la contribution additionnelle) reste parmi les plus élevés au monde³, même si une baisse progressive a déjà été entamée depuis quelques années (15% taux réduit, et 28% en 2020, 25% en 2023).

Tout au long de cet article, nous proposons de travailler sur le sujet de l'optimisation fiscale et de l'agressivité fiscale, et non directement sur celui de la fraude fiscale car les sanctions prononcées par la Direction Générale des Finances Publiques restent confidentielles. Par conséquent, notre approche s'intéresse aux attitudes et aux positions fiscales des sociétés, c'est-à-dire au niveau de risque fiscal estimé à partir de leur taux d'imposition à l'IS. Pour illustrer, nous supposons par exemple qu'une société A imposée à un taux effectif faible adopte une position fiscale plus risquée qu'une société B imposée à un taux élevé, toute chose égale par ailleurs. Cela ne signifie pas que la société A réalise de la fraude fiscale contrairement à B, mais nous considérons plutôt que la société A mobilise probablement

² INSEE, Poids des prélèvements obligatoires au sein de l'UE, rapport publié en 2023, données : Eurostat.

³ OCDE, Statistiques de l'impôt sur les sociétés, 4^{ème} édition, publié en 2023.

des outils d'optimisation fiscale plus élaborés, voire plus opaques, que la société B, ce qui se caractérise par une position fiscale plus agressive et plus risquée.

Le cas des sociétés cotées en France est intéressant étant donné le contexte fiscal lourd et contraignant, la complexité du droit fiscal et la présence de textes importants pour les groupes cotés et ainsi obligés de publier leurs comptes en normes IFRS (notamment le régime d'intégration fiscale, le régime des déficits reportables, ou encore le régime mère-fille). Les sociétés soumises à une forte imposition en France pourraient également être tentées d'opter pour des schémas d'optimisation fiscale plus ou moins risqués, à la frontière entre l'optimisation et la fraude fiscale.

Concernant le contexte légal, la lutte juridique contre les pratiques abusives d'optimisation et les montages fiscaux associés est réelle avec par exemple la loi pour la lutte contre la fraude fiscale de 2018. L'Etat français a même créé depuis quelques années un espace dédié pour informer sur les montages fiscaux abusifs et réclame la dénonciation volontaire des sociétés ayant recours à ces montages⁴. Cette loi de 2018 vient en application d'une directive européenne de 2016 destinée à lutter contre la fraude fiscale au sein de l'UE où le lobbying fiscal est réel, tout comme les pratiques fiscales illégales (exemple du « sandwich hollandais »). Enfin, l'UE, tout comme l'OCDE, publie également une liste des « paradis fiscaux » en application de la directive européenne 2018/22, pratique qui vise à renforcer la coopération entre les administrations fiscales des pays de l'UE. Symboliquement, il est obligatoire, depuis le 1er janvier 2021, pour les conseillers fiscaux de communiquer aux autorités fiscales des informations sur certains montages fiscaux transfrontaliers.

Dans un tel contexte fiscal et juridique, les sociétés pourraient bien être incitées à souhaiter une forme d'optimisation fiscale pour réduire légalement leur charge fiscale, tout en redoutant les sanctions associées à la fraude ou à l'évasion fiscale, mais aussi les coûts d'agence liés à l'opportunisme possible du dirigeant (Fama et Jensen, 1983). Nous avons développé deux questions de recherche inspirées de ces enjeux auxquels sont confrontées les sociétés.

⁴ <https://www.economie.gouv.fr/dgfip/carte-des-pratiques-et-montages-abusifs>

La première partie de cet article a pour objectif d'étudier la relation entre le niveau d'imposition et la valorisation boursière. Plusieurs chercheurs ont proposé un raisonnement en termes d'avantages/coûts pour étudier l'attitude des actionnaires/investisseurs face au risque fiscal (Chavy, 2017 ; Hill et al., 2013 ; Dyreng et al., 2008). Il en résulte un certain engouement pour l'optimisation, nuancé par une crainte vis-à-vis de la fraude fiscale (Lennox et al., 2013) qui génère des conséquences négatives au niveau de la réputation et de la responsabilité sociétale (Chen et al., 2010 ; Lanis et al., 2012). En plus de ces risques pour la société, la théorie de l'agence avertit sur le besoin de considérer les risques et coûts d'agence associés aux relations entre les actionnaires et les dirigeants. Dans cette théorie, la latitude managériale, ou le pouvoir du dirigeant, est considérée comme un élément susceptible de conduire ce dernier à adopter des actions opportunistes risquées en matière de fiscalité (Desai et al., 2006), d'autant plus que l'asymétrie d'information semble favorable au dirigeant (Guedrib et al., 2015 ; Chavy, 2016). Dans cette logique, nous proposons d'étudier la relation entre le niveau d'imposition et la performance boursière pour contribuer à l'état de la littérature qui reste relativement pauvre et peu concluante sur le sujet (Amiran et al., 2016 ; McClure et al., 2018), surtout en France. Cette étude repose sur l'hypothèse d'une relation en forme de U inversé entre le niveau d'imposition et la performance boursière.

A la suite de cette première partie, il est possible de poursuivre le raisonnement en abordant les rôles et les effets du conseil d'administration et du comité d'audit sur l'agressivité fiscale redoutée par les actionnaires (Desai et al., 2006 ; Minnick et al., 2010). En s'appuyant sur les deux rôles traditionnels de contrôle et de conseils du CA (Zahra et Pearce, 1989), nous proposons des hypothèses en adéquation avec l'idée que les pratiques fiscales agressives sont difficiles à déceler et à prévenir. En conséquent, nous proposons d'étudier quelles sont les variables de CA et du comité d'audit les plus efficaces pour lutter contre l'agressivité fiscale. De cette manière, nous pouvons confronter nos résultats aux travaux qui soutiennent les CA de taille réduite et indépendants (Minnick et al., 2010 ; Richardson et al., 2011 ; Deslandes et al., 2011) pour lutter contre l'agressivité fiscale, et même montrer que la diversité au sein du CA (Maati et al., 2017 ; Anderson et al., 2011) ou encore les connaissances internes des administrateurs (Adams et al., 2007) semblent représenter des moyens plus efficaces en matière de lutte contre l'agressivité fiscale.

Pour tester les hypothèses associées aux questions de recherche, nous nous appuyons sur un échantillon de 210 sociétés françaises cotées sur la période 2015-2020, et sur des modèles de régressions en panel cylindré.

Les résultats observés confirment l'existence d'une relation en forme de U inversé entre le taux d'imposition effectif et la valorisation boursière. Nous pouvons ainsi conclure qu'il est probable que les actionnaires et investisseurs valorisent effectivement une optimisation fiscale réfléchie et mesurée, mais rejettent les pratiques fiscales agressives. En complément, nous observons principalement que la taille du CA et du comité d'audit a un effet négatif, alors que le niveau d'indépendance du CA a un effet positif sur la probabilité d'existence de pratiques fiscales agressives. Au niveau managérial, cela signifie que les administrateurs non indépendants et la diversité des administrateurs ou membres du comité d'audit sont les facteurs les plus significatifs pour lutter contre le risque lié à l'agressivité fiscale. Par ces résultats, cet article contribue réellement à l'état de la littérature en mettant en évidence que les principes de gouvernance issus de la théorie de l'agence sont à nuancer, notamment sur la question de l'agressivité fiscale. En effet, nos résultats soutiennent surtout l'idée que la diversité des administrateurs et leurs connaissances/expertise internes sont plausiblement des solutions pour lutter contre l'agressivité fiscale, et non leur statut d'indépendant. Ces résultats sont conformes à l'idée que l'agressivité fiscale repose essentiellement sur des pratiques opaques et sophistiquées que les dirigeants cherchent à dissimuler.

L'article proposé s'articule autour de quatre parties en plus de l'introduction. Nous présentons l'état de la littérature sur la question du niveau d'imposition du point de vue des actionnaires et dirigeants, ainsi que sur les effets possibles des caractéristiques du CA et du comité d'audit sur l'agressivité fiscale. Ensuite, nous expliquons la méthodologie retenue avant de proposer une analyse et une discussion autour des résultats observés. Finalement, nous concluons en rappelant l'intérêt de cet article, ses principaux résultats, et en proposant des pistes de réflexion.

1. Revue de littérature

Selon la définition présentée dans la recommandation de la Commission européenne du 6 décembre 2012, la planification fiscale agressive consiste à « tirer parti des subtilités d'un système fiscal ou des incohérences entre deux ou plusieurs systèmes fiscaux afin de réduire l'impôt à payer ». Frank et al. (2009) proposent de définir l'agressivité fiscale comme « étant une gestion des revenus imposables par le biais d'activités de planification fiscale pouvant être légales, illégales ou à la frontière entre les deux, afin de minimiser la charge fiscale ». La planification fiscale agressive consiste donc à s'appuyer sur les opportunités, faiblesses et zones floues du système fiscal national ou international et sur des interprétations extensives dans l'objectif de réduire la charge d'impôt supportée par une société ou un groupe. Selon l'OCDE, la planification fiscale agressive et ses pratiques abusives représenteraient entre 88 à 212 milliards d'euros⁵, soit entre 4 et 10 % des recettes issues de l'impôt sur les sociétés dans le monde.

L'approche retenue est la suivante : La planification fiscale est synonyme d'optimisation fiscale, mais le concept d'agressivité fiscale traduit davantage une attitude risquée pour la société en matière de choix fiscaux. En prenant appui sur les travaux de Lietz (2013) et Frank et al. (2009), nous distinguons l'optimisation fiscale « classique » qui est une composante légitime de stratégie globale d'une société qui privilégie certaines options et structures fiscales pour minorer son impôt en mobilisant des outils classiques et connus (régime mère filles, régime l'intégration fiscale, options fiscales, prix de transfert..etc.), et l'optimisation fiscale agressive (manipulation des revenus imposables et charges déductibles, transfert des bénéfices, éligibilité aux crédits d'impôt, schémas financiers opaques). L'agressivité fiscale implique donc une prise de risque considérable de la part de la société qui adopte un comportement fiscal opportuniste et délibéré afin de réduire davantage son impôt en ayant recours à des outils sophistiqués et parfois assez opaques. Nous devons toutefois admettre qu'il n'existe pas de consensus sémantique et que plusieurs termes complémentaires sont également utilisés dans la littérature internationale pour décrire des stratégies fiscales (« tax avoidance » pour Desai et al., 2006 ; « tax burden » pour Dhamara et al., 2018 ; « tax planning » pour Armstrong et al.,

⁵ <https://www.oecd.org/fr/ctp/aggressive/>

2012, ou encore « tax management » pour Minnick et al., 2010). Par ailleurs, notons que la littérature sur ces concepts fiscaux s'est fortement développée depuis 2010 comme le souligne la revue de littérature proposée par Kovermann et al. (2019).

Au niveau institutionnel, la Commission européenne (2017) a reconnu que la frontière entre les pratiques légales et illégales peut être floue, et a proposé un continuum d'activités allant de la planification fiscale légale à l'évasion fiscale qui est illégale (figure 1).

Figure 1 : De la planification fiscale plus ou moins agressive à l'évasion fiscale



Source : Commission européenne (2017).

1.1 Enjeux de la planification fiscale agressive dans le cadre de la théorie de l'agence

La théorie de l'agence (Jensen et Meckling, 1976 ; Fama, 1980 ; Fama et Jensen, 1983) se propose d'analyser les sociétés dites managériales (Berle et Means, 1932) dans le cadre du courant contractuel de la gouvernance, et plus précisément au travers de la relation d'agence existante entre les actionnaires (principal) et les dirigeants (agent). Cette relation « principal-agent » implique un risque d'agence pour les actionnaires, à savoir le risque que le dirigeant priorise ses intérêts personnels en exploitant l'asymétrie d'information qui est à son avantage. Rappelons que le dirigeant, investi des pouvoirs les étendus pour représenter la société, est responsable de la mise en œuvre de la stratégie élaborée par le conseil d'administration, et dispose en conséquence d'un réel pouvoir de décision pour engager la société.

La théorie de l'agence alerte par conséquent sur le pouvoir et la latitude managériale du dirigeant qui peuvent entraîner des conséquences néfastes pour les actionnaires et la société, risque à apprécier en fonction de l'opportunisme du dirigeant et de sa volonté de maximiser ses intérêts financiers personnels. Par ailleurs, ce risque, propre à toute relation d'agence et lié à l'opportunisme du dirigeant, est d'autant plus considérable que ce dernier dispose d'informations complexes et confidentielles non connues des actionnaires qui ne peuvent évaluer convenablement le niveau de risque réellement encouru (concept d'asymétrie d'informations).

Ainsi, dans cette approche par la théorie de l'agence, il en ressort que les actionnaires ont intérêt à protéger leurs richesses contre certains comportements opportunistes du dirigeant, ce dernier pouvant en effet privilégier ses intérêts personnels au détriment de ceux des actionnaires. Concrètement, cette protection implique la construction d'un système de gouvernance performant qui repose sur des mécanismes de dédouanement, de contrôle et des incitations financières (Charreaux, 2000). Concrètement, la théorie de l'agence recommande la mise en place de mécanismes de contrôle du dirigeant (audits, obligations de communication, mission du conseil d'administration et des comités) dans le but de réduire l'asymétrie d'information, et la mise en place d'un système incitatif dans le but de limiter les divergences d'intérêts (indexation de la rémunération, attribution d'actions...). Malheureusement pour les actionnaires, ce système de surveillance et d'incitation est coûteux, d'où le concept de coûts d'agence qu'il convient de limiter au maximum dans le cadre de la théorie de l'agence.

La question de l'agressivité fiscale peut ainsi être posée et analysée à partir de cette théorie de l'agence, en lien avec les premiers travaux sur le sujet réalisés par Slemrod (2004). Dans le cadre de la relation d'agence entre actionnaires et dirigeant, l'agressivité fiscale est-elle un sujet susceptible d'accroître les divergences d'intérêts entre les dirigeants et les actionnaires ? Si oui, alors la question de la protection des intérêts des actionnaires sur le sujet de l'agressivité fiscale sera légitime et pourra notamment être étudiée au travers du rôle de contrôle exercé par le conseil d'administration. L'agressivité fiscale est un sujet particulièrement intéressant à aborder dans le cadre de la théorie de l'agence puisque l'agressivité fiscale est source de divergence d'intérêts potentiels entre les actionnaires et le dirigeant, mais également d'asymétrie d'informations en fonction des

choix opérés par le dirigeant. La suite de cette partie s'attache ainsi à démontrer dans quelle mesure l'agressivité fiscale est un véritable enjeu en matière de gouvernance d'entreprise, et à proposer des hypothèses en lien avec le conseil d'administration.

1.1.1 L'agressivité fiscale et les actionnaires

Du point de vue strictement financier, les actionnaires sont théoriquement favorables à la planification fiscale agressive si et seulement si celle-ci génère un gain net mesuré par exemple par l'EBE ou le résultat net (Graham et al., 2006 ; Desai et al., 2006 ; Crocker et al., 2005 ; Chavy, 2017), c'est-à-dire qu'elle représente un transfert de richesses du gouvernement vers la société (Rego et al., 2012). Concrètement, si les économies d'impôts théoriques espérées de la fiscalité agressive et ses conséquences positives sur la valeur des actions (augmentation des cash flows) surpassent le coût des redressements fiscaux probables et des risques financiers associés sur une période donnée, alors les actionnaires seraient favorables à l'agressivité fiscale (Hill et al., 2013). Un avantage associé serait qu'une diminution du niveau d'imposition peut être accueilli positivement par les investisseurs ce qui aurait pour conséquence de réduire le coût du capital (Chi et al., 2014 ; McGuire et al., 2014). Au niveau empirique, il n'est pas évident d'estimer l'impact financier de l'agressivité fiscale (Amiran et al., 2016). Toutefois, nous pouvons citer l'étude de Shams et al. (2022) qui constatent par exemple une relation négative entre l'utilisation de pratiques fiscales agressives par le dirigeant et la performance boursière, celle de Desai et Dharmapala (2009) qui observent que l'agressivité fiscale a un effet positif sur la performance boursière des sociétés bien « gouvernées », ou encore Brooks et al. (2016) qui ne constatent pas de relation significative entre le taux d'imposition réel et les rendements des actions.

Evidemment, ce calcul « avantages/coûts » est purement théorique puisqu'il est en réalité impossible de mesurer avec précision et fiabilité la valeur du gain ou de la perte nette générée(e) par la planification fiscale agressive. Dès lors, il est possible que certains actionnaires affichent un certain engouement à l'égard de l'agressivité fiscale, voire qu'ils parviennent même à ce que leur société soit significativement imposée à un taux réduit par rapport à leurs pairs (Dyreg et al., 2008) ; Alors que la majorité des actionnaires seront bien plus averses face au risque fiscal et ses conséquences parfois très lourdes une

fois les manipulations fiscales agressives détectées (Desai et al., 2004 ; Lennox et al., 2013 ; Graham et al., 2006).

Etant donné le contexte actuel qui dénonce de plus en plus la fraude et l'évasion fiscale, la dynamique tend vers la minimisation du risque fiscal, c'est-à-dire vers une optimisation mesurée des situations fiscales des sociétés, sans toutefois prendre des positions risquées/agressives. La littérature scientifique sur le sujet permet également de souligner les conséquences négatives liées à l'agressivité fiscale. A ce titre, il est possible de mobiliser le concept de « coûts politiques » (Zimmerman, 1983) pour évoquer les pertes possibles associées à une mauvaise réputation de la société (Chen et al., 2010 ; Boone et al., 2013 ; Lanis et al., 2012), ou autrement dit, associées à une dégradation importante de sa responsabilité sociétale sur les marchés (Slemrod, 2004 ; Scholes et al., 2005 ; Deslandes et al., 2011 ; Hoi et al., 2013). Même si les sociétés de taille importante ont recours à davantage de management fiscal (Dyreng et al., 2008) et de lobbying fiscal (Hill et al., 2013), leur propension à recourir à des pratiques agressives est moindre du fait des coûts politiques associés (Hanlon et al., 2010 ; Richardson et al., 2011) et de leur volonté de conserver une certaine image en termes de responsabilité sociétale (Desai et al., 2006 ; Lanis et al., 2011). Il serait en effet très préjudiciable pour une société cotée dont l'activité est scrutée de près par les acteurs sur les marchés financiers d'être condamnée pour fraude fiscale ou pour évasion fiscale dans les paradis fiscaux (Chavy, 2016), le risque réputationnel étant considérable.

Concernant les sociétés très internationalisées, il se peut que ces dernières soient plus sujettes à l'agressivité fiscale du fait par exemple de la tentation des prix de transfert, de l'absence de conventions fiscales bien établies, de l'accès à un conseil fiscal international, ou encore du contrôle plus compliqué à exercer par les autorités compétentes (Minnick et al., 2010).

En résumé, à l'exception de certains actionnaires disposés à prendre un risque très important via des positions fiscales agressives et peut-être quelques sociétés internationales, la littérature considère que l'agressivité fiscale représente plutôt un risque élevé contre lequel les actionnaires devraient se prémunir. La planification fiscale doit être réfléchie pour optimiser la situation fiscale des sociétés, mais l'agressivité fiscale semble être une position trop risquée pour la majorité des actionnaires. Cependant, certains

chercheurs ont démontré une relation positive entre l'agressivité fiscale et la valeur de la société sous certaines hypothèses liées à la qualité de la gouvernance (Desai et al, 2009 ; Wilde et al., 2018), ou encore au capital intellectuel de la société (Hasan et al, 2021). Peut-être que certaines caractéristiques du conseil d'administration seraient susceptibles de rassurer les actionnaires face au risque fiscal et ainsi de valoriser davantage l'agressivité fiscale.

1.1.2 Le dirigeant et l'agressivité fiscale : Asymétrie d'information et opportunisme

Comme le soulignent certains chercheurs, il convient de rappeler que la mise en œuvre de la stratégie fiscale est assurée par le dirigeant qui est responsable des déclarations fiscales, et qui est en mesure de créer des montages fiscaux, ou encore d'engager des ressources conséquentes à des fins purement fiscales (Guedrib et al., 2015 ; Desai et al. 2006). La planification fiscale relève en partie du pouvoir du dirigeant, de sa latitude managériale, celle-ci est donc susceptible de générer un conflit d'agence si le dirigeant décide d'avoir recours à des positions fiscales agressives et risquées afin de satisfaire ses propres intérêts (Han et al., 2016 ; Chyz et al., 2014). Précisons également que la gestion ou manipulation des résultats est aussi un outil susceptible d'être mobilisé par le dirigeant pour réduire la charge fiscale (Rossignol, 2003), le résultat fiscal étant déterminé à partir de retraitements fiscaux appliqués au résultat comptable.

La planification fiscale agressive accentue indéniablement l'asymétrie d'information au cœur de la relation d'agence en raison du fait que le dirigeant ne souhaite en aucun cas divulguer les dispositifs fiscaux mobilisés et relativement sophistiqués pour éviter tout risque de détection ou d'éventuelle sanction de la part du système de gouvernance en place (Guedrib et al., 2015 ; Chavy, 2016), voire des autorités fiscales compétentes. La latitude managériale en ressort ainsi renforcée du fait de ses pratiques fiscales opaques ce qui constitue un défi supplémentaire pour le système de contrôle interne en charge de lutter contre le risque d'appropriation des richesses par la direction (Chen et al., 2005 ; Crocker et al., 2005 ; Slemrod, 2004).

Des études ont été réalisées pour analyser la relation entre la rémunération des dirigeants, les incitations financières plus ou moins élevées, et l'agressivité fiscale de la société. Il en

ressort les composantes de la rémunération du dirigeant sont déterminantes pour limiter les pratiques fiscales agressives. Par exemple, les dirigeants ayant une rémunération relativement élevée ou indexée sur la performance à long terme ont moins tendance à pratiquer de la fiscalité agressive (Xian et al., 2015), relation toutefois modérée par la qualité de la gouvernance concernant le rôle de contrôle (Desai et al., 2006 ; Minnick et al., 2010). A contrario, si la rémunération du dirigeant est en partie déterminée par les cash flows ou par des indicateurs nets (après impôts), alors le risque d'agressivité fiscale est accru (Powers et al., 2016).

Également, précisons que l'incitation du dirigeant à utiliser l'agressivité fiscale comme un substitut/complément à sa rémunération pour satisfaire ses propres intérêts et afficher de meilleures performances est également limitée par le contrôle indirect exercé par le marché des dirigeants (Fama, 1980 ; Yermack, 2004). En effet, sur le marché des dirigeants, chaque dirigeant a une valeur qui dépend de son capital humain et des résultats obtenus dans les sociétés dirigées. L'agressivité fiscale, si détectée et sanctionnée, peut vraiment nuire à la valeur d'un dirigeant, voire à sa carrière. Également, le risque est considérable pour le dirigeant qui peut être tenu responsable personnellement des délits fiscaux de la société.

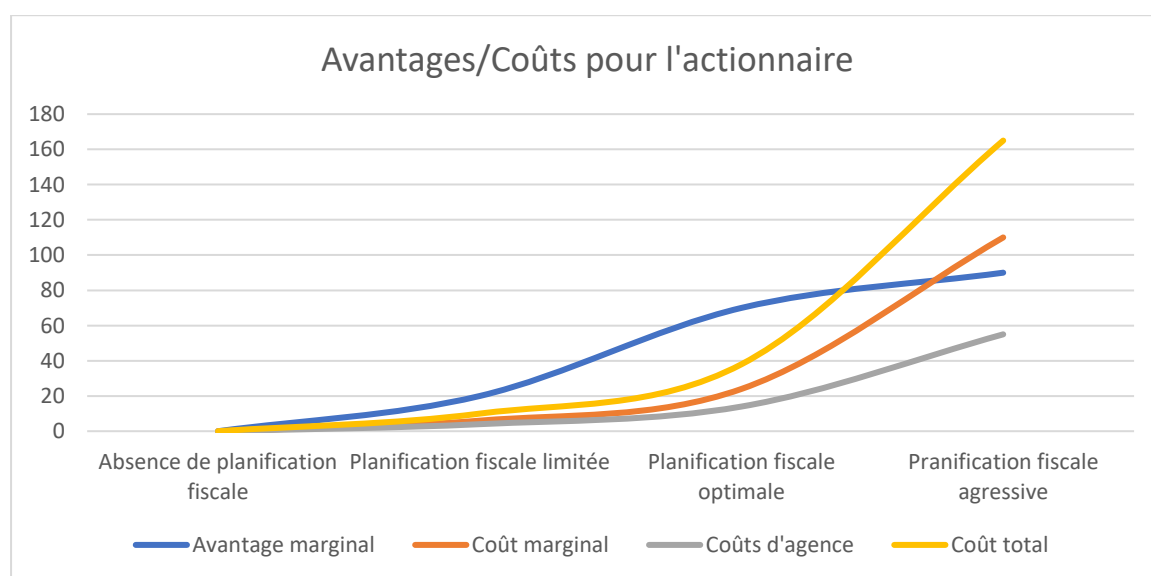
Certains articles interpellent également sur la personnalité du dirigeant en tant que facteur déterminant dans l'étude de l'agressivité fiscale. Par exemple, Olsen et al. (2016) montrent que les dirigeants « narcissiques » sont plus agressifs fiscalement, ou Kubick et al. (2017) qui complètent en ajoutant que les dirigeants « surconfiants » ont également tendance à être plus agressifs fiscalement.

Dans cette perspective, et à l'instar des actionnaires, il est également possible d'avancer l'idée dirigeant risque de s'engager dans des pratiques fiscales agressives si les bénéfices personnels escomptés sont supérieurs aux coûts potentiels à supporter (McClure, 2018 ; Chen et al., 2015), notamment lorsque le système de contrôle est peu efficace (Desai et al., 2006). Un article récent (Shams et al., 2022) démontre que les dirigeants s'engagent aussi dans l'agressivité fiscale pour accroître leur « empire building », et pour extraire à titre personnel une partie de l'avantage financier.

Enfin, pour nuancer le cadre théorique de l'agence, précisons que la théorie de l'intendance du dirigeant (« Stewardship ») stipule que le dirigeant ne doit pas faire l'objet d'un contrôle conséquent puisque ses intérêts personnels sont très proches des intérêts des actionnaires, à savoir développer la société et dégager la meilleure performance possible (Donaldson et al., 1997 ; Sundaramurthy et al., 2003). Dans cette approche, le dirigeant ne prendra pas une position fiscale trop agressive qui serait contraire aux intérêts des actionnaires et de la société, il se limiterait à une optimisation fiscale légale.

En résumé, la littérature souligne que plusieurs facteurs, notamment liés aux actionnaires, au dirigeant et au système de gouvernance, peuvent influencer le niveau d'agressivité fiscale d'une société. Il ressort également que l'agressivité fiscale repose sur un calcul non concerté de la part des actionnaires et du dirigeant, selon un modèle « avantages/couts » assez classique, qui détermine in fine le risque fiscal supporté par une société. La théorie de l'agence et d'autres travaux empiriques insistent sur l'importance du système de gouvernance pour limiter les risques liés aux actions opportunistes du dirigeant et à l'asymétrie d'information dont souffrent les actionnaires (Desai et al, 2009. Chavy, 2016). Dans cet article, nous considérons donc que la majorité des actionnaires accueillent favorablement une politique d'optimisation fiscale efficace, mais redoutent des pratiques fiscales trop agressives en raison des coûts potentiels liés aux sanctions fiscales et à la relation d'agence (figure 2).

Figure 2 : Arbitrage fiscal théorique pour les actionnaires



Nous proposons de vérifier l'hypothèse 1 suivante : Une relation en forme de U inversé existe entre le niveau d'imposition et la performance de la société.

1.2 Conseil d'administration, comité d'audit et lutte contre l'agressivité fiscale ...

Dans cette seconde sous-partie, nous souhaitons étudier davantage la relation entre les caractéristiques du CA ou du comité d'audit, et l'agressivité fiscale. Il est justifié d'étudier cette problématique en retenant le conseil d'administration comme objet d'étude, puisque le CA, en ayant pour mission principale de contrôler les dirigeants (Fama et al., 1983 ; Charreaux, 1994), joue un rôle stratégique dans cette lutte contre l'agressivité fiscale : Quid de sa composition, de sa structure et de son fonctionnement. Notre objectif consiste donc à rechercher quelles sont les caractéristiques du CA, et du comité d'audit, les plus efficaces pour lutter contre une planification fiscale agressive.

La littérature en gouvernance financière reconnaît traditionnellement deux principaux rôles conférés au conseil d'administration d'une société. D'une part, le conseil d'administration, dans sa fonction disciplinaire qui repose sur la théorie classique de l'agence (Jensen et Meckling, 1976 ; Fama, 1980 ; Fama et Jensen, 1983), assure un rôle de contrôle et de surveillance du dirigeant et de sa gestion de la société, rôle légitime en raison des divergences d'intérêts possibles entre actionnaires et dirigeants. D'autre part, le second rôle, soutenu par la théorie des ressources (Penrose, 1959 ; Makadok, 2001, Zahra et Pearce, 1989), attribue un rôle stratégique au CA qui doit mobiliser toutes ses compétences et ressources internes pour établir la stratégie et conseiller / proposer des solutions au dirigeant en termes de décisions à prendre.

Concernant notre problématique, les deux rôles du CA peuvent être considérés comme des déterminants de l'agressivité fiscale. Le rôle de contrôle/surveillance est intéressant à étudier étant donné les conclusions théoriques de la partie précédente qui soulignent quels sont les risques financiers encourus par les actionnaires au niveau de la valeur de l'action et des coûts d'agence. Parallèlement, le rôle de conseil du CA peut également influencer significativement, par le biais des conseils formulés et des compétences et connaissances des administrateurs, le niveau de risque fiscal supporté par la société. En tant qu'organe principalement responsable de la mise en place d'un système de contrôle

interne (procédures de contrôle, reporting financier, comités spécialisés...etc.), toute fraude fiscale délibérée et sanctionnée par les autorités publiques serait considérée comme un véritable échec dans l'analyse de la performance du conseil d'administration (Guedrib et al., 2015). A l'inverse, un conseil d'administration performant doit être capable de gérer ce risque fiscal en favorisant l'optimisation fiscale tout en limitant au mieux l'agressivité fiscale / la planification fiscale agressive (Erle, 2008 ; D'Ascenzo, 2010). Comme le soulignent plusieurs articles (Bauer, 2016 ; Armstrong et al., 2015), les deux rôles du CA nous semblent ainsi déterminants et complémentaires dans le sens où la lutte contre l'agressivité fiscale et la recherche de l'optimisation fiscale sont influencés par la qualité du contrôle exercé par le CA et par les conseils formulés par les administrateurs, et donc in fine par les compétences et connaissances des administrateurs.

La question de la performance du conseil d'administration est un vaste sujet étant donné les nombreux facteurs pouvant influencer sur la structure, la composition, le fonctionnement et la qualité des travaux d'un CA. Dans cet article, nous concentrons notre étude sur la structure du conseil d'administration et du comité d'audit dans le but de construire et de tester des hypothèses entre des variables explicatives liées au CA et au comité d'audit et l'agressivité fiscale de la société, variable expliquée dans les modèles statistiques proposés.

1.2.1 Hypothèses au niveau de la structure du CA

➤ Taille du conseil d'administration

Les actionnaires d'une société désignent entre 3 et 18 membres au sein du conseil d'administration, le nombre d'administrateurs étant à mettre en relation avec la capacité potentielle du CA à assurer ses rôles de contrôle et de conseil. D'une part, la théorie de l'agence soutient que les CA de taille réduite exercent davantage de contrôle sur le dirigeant et sont ainsi à recommander pour protéger les intérêts des actionnaires (Coles et al., 2008 ; Godard et al., 2004), surtout lorsque le dirigeant dispose d'un pouvoir considérable, ou d'une latitude conséquente qui accroîtrait le risque de décisions opportunistes. Certains travaux ont d'ailleurs mis en évidence l'existence d'une relation positive entre la taille du CA et l'agressivité fiscale (Richardson et al., 2011), articles qui soutiennent donc les arguments de la théorie de l'agence en faveur des CA de taille réduite

pour protéger les actionnaires. Par ailleurs, il a été démontré que les CA de taille importante pouvaient également souffrir de problèmes internes (conflits de groupe, communication complexe, prise de décision lente...) qui peuvent les rendre moins efficaces dans leurs missions, notamment de contrôle/surveillance du dirigeant (Forbes et al., 1999 ; Yermack, 1996).

Cependant, nous insistons aussi sur le fait que les CA de taille réduite sont privés d'une certaine manière de diversité et d'hétérogénéité, sources de compétences et d'expériences variées et d'efficacité pour le CA (Maati et al., 2017 ; Anderson et al., 2011 ; Faraq et al., 2017). Pour lutter contre l'agressivité fiscale, le CA doit exercer de manière efficace son rôle de contrôle et de conseil, ce qui suppose la présence de compétences et connaissances spécifiques de la part des administrateurs pour analyser et apprécier les positions fiscales de la société (expertise fiscale), voire pour formuler de précieux conseils en matière d'optimisation fiscale. Aussi, la présence importante des comités d'audit ou RSE dans les sociétés cotées ne doit pas être négligée. En effet, ces comités, composés de certains membres du CA, assurent un rôle d'expertise et de contrôle complémentaire par délégation du CA. Les CA, disposant de comités spécialisés sur lesquels s'appuyer, peuvent par exemple se concentrer sur la définition de la stratégie fiscale globale, et laisser le soin aux comités spécialisés d'aborder précisément les points techniques de la stratégie fiscale. Enfin, notons également que le poids économique de la société est un déterminant important de la taille du CA et de la présence d'administrateurs avec une notoriété/ un réseau conséquent (capital humain et relationnel). En lien avec le paragraphe 2.2.1, les concepts de coûts politiques et de responsabilité sociétale constituent donc un argument supplémentaire pour soutenir l'idée que les CA de taille importante ont véritablement intérêt à lutter contre les pratiques fiscales agressives, étant donné les enjeux pour la société, les actionnaires et les administrateurs (Minnick et al. 2010).

Nous proposons de vérifier l'hypothèse 2.1 suivante : La taille du CA a un effet négatif sur l'agressivité fiscale.

➤ **Niveau d'indépendance du conseil d'administration**

Concernant le niveau d'indépendance du CA, cette qualité est souvent présentée comme l'outil le plus utile pour protéger les intérêts des actionnaires dans le cadre de la théorie

de l'agence, mais aussi dans les Codes de gouvernance d'entreprise auxquels les sociétés cotées se réfèrent. Des articles ont confirmé l'existence d'une relation négative entre l'indépendance du CA et l'agressivité fiscale constatée, notamment dans le contexte anglo-saxon (Lanis et al., 2018 ; Richardson et al., 2011 ; Deslandes et al., 2011 ; Armstrong et al., 2012). L'indépendance des administrateurs permet de fournir a priori des compétences spécifiques, un jugement objectif et un meilleur contrôle du dirigeant (Fama et al., 1983 ; Bourjade et al., 2016 ; Anderson et al., 2003), même ces derniers peuvent souffrir d'un déficit informationnel sur les caractéristiques de la société notamment (Raheja, 2005 ; Adams et al., 2007, Cai et al., 2015). En effet, un administrateur indépendant, au sens du code de gouvernance Afep-Medef, « n'entretient aucune relation de quelque nature que ce soit avec la société (mandataire social non exécutif) », définition stricte qui permet de limiter les risques de conflit d'intérêts pour l'administrateur et la capacité du dirigeant à influencer les raisonnements de l'administrateur. La qualité d'indépendance des administrateurs semble donc nécessaire lorsque le risque d'agence est élevé (Jensen et al., 1976 ; Fama et al., 1983), mais moins justifié pour sociétés dites complexes au sein desquelles le rôle de conseil du CA est primordial (Duchin et al., 2010 ; Faleye et al., 2011 ; José et al., 2018). Concernant l'agressivité fiscale, les administrateurs indépendants peuvent rencontrer des difficultés pour bien analyser et apprécier certains montages fiscaux opaques, complexes et spécifiques aux caractéristiques de la société. Etant donné que les dirigeants essaient de dissimuler au mieux les pratiques fiscales agressives, il semble justifié de penser que des administrateurs internes et compétents sur les questions comptables et fiscales sont plus efficaces que des administrateurs externes indépendants pour lutter concrètement contre ces dites pratiques. En témoignent les moyens déployés par la DGFIP lors des contrôles fiscaux des sociétés cotées, c'est un processus long, méticuleux, et intrusif pour essayer de déceler les fraudes et pratiques abusives. Dans la littérature, nous pouvons nous appuyer sur les études de Richardson et al., (2015), Armstrong et al. (2015) et McClure et al. (2018) qui permettent d'observer et de conclure sur un effet positif de la présence d'administrateurs externes sur l'agressivité fiscale.

Nous proposons de vérifier l'hypothèse 2.2 suivante : Le niveau d'indépendance du CA a un effet positif sur l'agressivité fiscale

➤ **Mode de gouvernance**

Le mode de gouvernance de la société est également une variable intéressante à étudier, notamment en France où il existe trois configurations possibles : la structure moniste avec dissociation des fonctions de président du conseil d'administration et de directeur général ou unicité de celles-ci (PDG), et la structure duale représentée par un directoire et un conseil de surveillance. Le conseil de surveillance, contrairement au conseil d'administration, ne participe pas à la définition des orientations stratégiques de la société et n'assume donc pas un rôle de conseil. Le rôle du conseil de surveillance consiste donc exclusivement à contrôler/surveiller la bonne gestion de la société assurée par le directoire (cession d'actifs sur le capital, les acquisitions, cautions, avals, garanties, conventions réglementées, etc.). Contrairement à la structure moniste, il est impossible de cumuler un mandat d'administrateur du conseil de surveillance avec un mandat de membre du directoire, les deux organes étant indépendants l'un de l'autre.

Pour les sociétés dotées d'un conseil d'administration, l'unicité du commandement de la direction et du CA, autrement dit le choix de fonctionner avec un PDG, a pour conséquence de renforcer le pouvoir du dirigeant et son enracinement, et peut ainsi s'avérer être une configuration plus risquée et néfaste pour les actionnaires (Godard et al., 2005 ; Bebchuk et al., 2011 ; Han et al., 2016). D'une part, la dualité des fonctions, qui renforce le pouvoir du dirigeant, nourrit l'asymétrie d'information, et d'autre part, celle-ci lui confère une influence plus conséquente dans les décisions tactiques et stratégiques qui aurait tendance à accroître le risque d'agressivité fiscale (Dyregang et al., 2010 ; Crocker et al., 2005). Même si le choix de nommer un PDG peut présenter certains avantages en termes de leadership, de mise en œuvre de la stratégie et de performance du conseil d'administration (Godard, 1998 ; Adams et al., 2010), et qu'il a toujours été difficile d'établir une relation significative entre la présence d'un PDG et la performance d'une société (Baglia et al., 1996 ; Brickley et al., 1997), il semble raisonnable de considérer que la présence d'un PDG ne soit pas recommandée pour lutter contre l'agressivité fiscale. Dans la littérature, nous retrouvons par exemple l'étude de Halioui et al. (2016) qui constatent une relation négative entre la dualité des fonctions et le taux d'imposition, et celle de Minnick et al. (2010) qui n'observent aucune relation significative.

Pour les sociétés dotées d'un conseil de surveillance, celles-ci ont opté pour une véritable dissociation de la stratégie et du contrôle interne de la société. La structure duale a pour conséquence de réduire la capacité du dirigeant (Président du directoire) à influencer les travaux et contrôles des administrateurs (Dalton et al., 1999 ; Godard, 1998). Dans cet article, nous rapprochons les sociétés avec CS des sociétés avec un CA sans PDG (Hollandts et al., 2018), malgré certaines différences à considérer au niveau du fonctionnement (Belot et al., 2014).

Nous proposons de vérifier l'hypothèse 2.3 suivante : La présence d'un PDG a un effet positif sur l'agressivité fiscale

➤ **La représentation des femmes au sein du conseil d'administration**

Concernant le genre des administrateurs, il a été démontré que les femmes présentaient des traits caractéristiques différents et complémentaires aux hommes (Nielsen et Huse, 2010). Ainsi, certains chercheurs en gouvernance financière se sont interrogés sur l'impact des femmes sur l'efficacité et le fonctionnement des conseils d'administration. Certains travaux ont à ce titre démontré que les femmes exercent de manière plus efficace le rôle de contrôle attribué aux administrateurs, et que leur présence est naturellement accrue dans les comités de contrôle tels que le comité d'audit, de rémunération et de nomination (Adams et al., 2010 ; Kesner, 2017 ; Erhardt et al., 2003). D'autres chercheurs ont souligné que les femmes sont plus averses aux risques (Croson et al., 2009), qu'elles ont plutôt tendance à prendre des décisions plus éthiques que les hommes (Cabeza-Garcia et al., 2018), et surtout qu'elles sont moins favorables à engager la société dans des pratiques fiscales agressives (Lanis et al., 2017 ; Richardson et al., 2016). Cependant, il a été remarqué que la diversité en genre pouvait aussi générer des dissensions internes et parfois limiter l'efficacité de certains CA (Gul et al., 2011), voire augmenter le risque fiscal selon une étude de Garcia-Blandon (2022) dans le contexte norvégien qui explique ce résultat par l'obligation de respecter des quotas de genre.

Nous proposons de vérifier l'hypothèse 2.4 suivante : La proportion de femmes dans le CA a un effet négatif sur l'agressivité fiscale.

1.2.2 Hypothèses au niveau de la structure du comité d'audit

Le comité d'audit, obligatoire dans les sociétés cotées, joue un rôle primordial dans le contrôle interne exercé par le CA. En effet, avec la mise en place d'un comité d'audit, le CA délègue une mission spécifique d'audit et de contrôle à un groupe d'administrateurs jugés compétents dans le domaine. Les missions du comité sont définies par le Code de Commerce qui lui confère un rôle financier important, sous la responsabilité du conseil d'administration, à savoir le suivi de l'élaboration de l'information financière, l'efficacité du contrôle interne, la gestion des risques financiers, et le suivi de l'audit légal. Le fonctionnement par comité permet de spécialiser les administrateurs, de fournir un travail plus approfondi, et d'améliorer in fine l'efficacité du CA (Klein, 2002 ; Vafeas, 1999). Le Code de commerce précise que le comité d'audit ne doit comporter aucun mandataire social exerçant une fonction de direction, et qu'au moins un membre doit avoir une expertise financière reconnue et être indépendant. Le Code Afep-Medef recommande que ce comité soit le plus indépendant possible, avec au moins deux tiers de ses membres indépendants (ou la moitié mais avec un président du comité indépendant), mais aussi que chaque membre du comité dispose d'une compétence comptable et/ou financière.

Au niveau du comité d'audit, il est possible de proposer des hypothèses assez similaires à celles proposées pour le conseil d'administration. Au niveau empirique, il nous est possible de nous appuyer sur plusieurs travaux spécifiques consacrés à l'étude des effets du comité d'audit sur l'agressivité fiscale, ou sur la gestion des résultats.

Sur la question de la taille du comité d'audit, celle-ci est souvent perçue comme un moyen d'apprécier dans quelle mesure la société consacre des ressources afin d'assurer une qualité de l'information financière et un contrôle de qualité. Les travaux de recherche soutiennent également cette idée que la taille des comités d'audit a un effet positif sur sa performance (Anderson et al., 2003 ; Bédard et al., 2004 ; Yang et al., 2005).

Nous proposons de vérifier l'hypothèse 2.5 suivante : La taille du comité d'audit a un effet négatif sur l'agressivité fiscale

Le critère d'indépendance des membres du comité d'audit est très recherché par les entreprises et recommandé par les codes de gouvernance étant donné les missions de

contrôle financier assurées par ce comité. Il a été démontré un effet négatif de l'indépendance du comité d'audit sur la planification fiscale agressive (Richardson et al., 2013 ; Abbott et al., 2000 ; Bédard *et al.* 2004). Conformément à l'hypothèse retenue sur le niveau d'indépendance du CA, nous retenons plutôt l'idée que les administrateurs non indépendants ont davantage accès à une information précise et spécifique, et qu'ils sont plus en mesure d'assurer un contrôle précis et régulier pour lutter contre l'agressivité fiscale. L'étude de McGuire et al. (2012) est intéressante à considérer car celle-ci met en évidence le rôle de conseil du comité d'audit qui pourrait permettre d'accompagner le dirigeant dans la planification fiscale. Dans le même registre, Hsu et al. (2018) constatent que les membres indépendants des comités d'audit ayant une expertise financière peuvent assurer soit un rôle de contrôle, soit un rôle de conseil fiscal en fonction du niveau de risque recherché par la société. Finalement, Deslandes et al. (2020) ne constate aucune relation significative pour l'indépendance du comité d'audit dans un contexte canadien.

Nous proposons de vérifier l'hypothèse 2.6 suivante : L'indépendance du comité d'audit a un effet positif sur l'agressivité fiscale.

Tableau 1 : Résumé des hypothèses 2

	Liste des variables explicatives	Effet attendu sur l'agressivité fiscale
2.1	Taille du CA	-
2.2	Indépendance du CA	+
2.3	Présence d'un PDG	+
2.4	Proportion de femmes	-
2.5	Taille du comité d'audit	-
2.6	Indépendance du comité d'audit	+

2. Méthodologie

2.1 Echantillon

L'échantillon de départ était composé de 250 sociétés françaises cotées issues de l'indice « All tradable » sur la période 2015-2020 (panel cylindré). Les données sur les sociétés financières, sociétés R&D, et sociétés de location immobilière ont été supprimées de l'échantillon en raison des règles spécifiques du secteur ou des caractéristiques propres aux activités de ces sociétés. L'échantillon retenu est finalement composé de 210 sociétés observées sur une période de 6 années, soit un maximum de 1 260 observations sans prise en compte des valeurs manquantes. Les données sont essentiellement issues de la base

de données Factset, avec une collecte manuelle dans les rapports financiers annuels des sociétés pour compléter et/ou corriger certaines valeurs.

L'étude statistique de l'hypothèse 1, qui concerne la relation entre la valeur de la société et son taux d'imposition, ne pose pas de difficulté particulière au niveau de la définition de l'échantillon. Cependant, l'hypothèse 2, qui porte sur l'agressivité fiscale, a nécessité d'opérer un choix en matière d'observations à retenir. Dans un souci de pertinence, et conformément aux travaux de Deslandes et al. (2009), Hoopes et al. (2012) et Wen et al. (2020), il a été décidé de ne pas retenir les observations des sociétés réalisant des pertes sur une année donnée, la charge fiscale étant très souvent nulle ou négative dans ce cas. Le concept d'agressivité fiscale a effectivement davantage de sens pour les sociétés redevables de l'IS. Une limite méthodologique propre aux études sur l'agressivité fiscale tient au fait qu'il est compliqué « d'absorber » les conséquences temporelles liées à la gestion des déficits fiscaux à l'IS qui peuvent être reportés en arrière et/ou en avant sur les bénéfices fiscaux réalisés.

Enfin, précisons que nous avons utilisé le premier chiffre de la codification SIC pour constituer des secteurs d'activité, et ainsi intégrer un effet fixe sectoriel dans les études statistiques. Il est important de considérer à minima l'effet sectoriel puisque les secteurs d'activité peuvent subir des taux d'imposition différents en raison de règles fiscales et d'exonérations avantageuses spécifiques (Platikanova, 2017).

2.2 Modèles économétriques et outils statistiques

Modèle 1 pour l'hypothèse 1

$$\begin{aligned} PERF_{it} = & \alpha + \beta 1. TIE/TIR/BTD_{it} + \beta 2. TIE/TIR_{it}^2 + \beta 3. PDG_{it} \\ & + \beta 4. TAILLE. CA_{it} + \beta 5. INDEP. CA_{it} + \beta 6. DETTES_{it} \\ & + \beta 7. ACTIFS_{it} + \beta 8. FCF_{it} + \beta 9. PARTI. DIRIG_{it} + \beta 10. EVOL. CA_{it} \\ & + \beta 11. AGE_{it} + \varepsilon_{it} \end{aligned}$$

Où :

Variables expliquées : PERF est l'indicateur de performance retenu (Market-to-Book, Tobin's Q, Return on Assets, ou Rentabilité boursière)

Variables explicatives : TIE/TIR/BTD est le niveau d'imposition retenu ; PDG est une variable dichotomique avec la valeur 1 en présence d'un PDG ; TAILLE.CA correspond au nombre d'administrateurs ; INDEP.CA correspond à la proportion d'administrateurs indépendants dans le CA ;

Des variables de contrôle : ACTIFS : Le logarithme népérien du total bilan ; DETTES : Le ratio « endettement à long terme / total passifs » ; EVOL.CA : Le taux d'évolution du chiffre d'affaires ; FCF : Le ratio « free cash flow / total actifs » ; PARTI.DIRIG : La participation au capital du dirigeant ; AGE : Le logarithme népérien de l'âge de la société.

α : Une constante.

Au niveau statistique, nous mobilisons des modèles de régressions linéaires multiples dans le but d'estimer la valeur des coefficients à partir de la méthode des moindres carrés (OLS). Le modèle est utilisé pour tester l'hypothèse 1 à partir d'un échantillon de données de panel. Ce dernier inclut des effets fixes individuels sur le secteur d'activité et sur l'exercice en conséquence des résultats du test d'hausman, et intègre une correction des écarts-type en tenant compte de l'hétéroscédaticité des erreurs grâce à l'option « vce cluster id » sur Stata. Nous avons également ajouté un terme quadratique pour apprécier la forme concave ou non de la relation proposée dans l'hypothèse 1.

Modèle 2 pour les hypothèses 2

AGRESS.FISCA_{it}

$$= \alpha + \beta 1. PDG_{it} + \beta 2. TAILLE. CA_{it} + \beta 3. INDEP. CA_{it} \\ + \beta 4. FEMMES. CA_{it} + \beta 5. TAILLE. AUDIT_{it} + \beta 6. INDEP. AUDIT_{it} \\ + \beta 7. DETTES_{it} + \beta 8. ACTIFS_{it} + \beta 9. FCF_{it} + \beta 10. PARTI. DIRIG_{it} \\ + \beta 11. ROA_{it} + \beta 12. HONORAIRES_{it} + \beta 13. INTER. CA_{it} \\ + \beta 14. EVOL. CA_{it} + \beta 15. AGE_{it} + \varepsilon_{it}$$

Où :

Variable expliquée : AGRESS.FISCA est une variable dichotomique prenant la valeur 1 en cas d'agressivité fiscale déterminée à partir des variables de niveau d'imposition (TIE, TIR, BTD)

Variables explicatives : PDG est une variable dichotomique avec la valeur 1 en présence d'un PDG ; TAILLE.CA correspond au nombre d'administrateurs ; INDEP.CA correspond à la proportion d'administrateurs indépendants dans le CA ; TAILLE.AUDIT correspond au nombre de membres du comité d'audit ; INDEP.AUDIT correspond à la proportion de membres indépendants dans le comité d'audit ; FEMMES.CA est la proportion d'administratrices au sein du CA

Des variables de contrôle : ACTIFS : Logarithme népérien du total bilan ; DETTES : Le ratio « endettement à long terme / total passifs » ; ROA est un indicateur de performance comptable (résultat net / total actifs) ; PARTI.DIRIG : La participation au capital du dirigeant ; EVOL.CA : Le taux d'évolution du chiffre d'affaires ; INTER.CA : la proportion du chiffre d'affaires réalisé à l'étranger ; HONORAIRES : Le taux d'honoraires versés pour l'audit légal sur le chiffre d'affaires ; AGE : Logarithme népérien de l'âge de la société.

α : Une constante.

Au niveau statistique, nous avons construit un modèle de régression à variable explicative binaire (probit) pour tester nos hypothèses 2 étant donné le choix d'apprécier le niveau d'agressivité fiscale par une variable dichotomique (Hair et al., 2006 ; Minnick et al., 2010 ; Richardson et al., 2011 ; Deslande, 2009). L'utilisation du probit permet de comprendre

l'effet d'une variable indépendante sur la probabilité de se retrouver dans un état, en l'espèce dans une situation « d'agressivité fiscale ». Les coefficients ainsi estimés expriment l'effet marginal d'une variation d'une unité de la variable indépendante sur la variable latente expliquée (probit), ou sur la probabilité de se retrouver dans l'état 1 (dprobit ou « margins dy/dx). Avec un modèle de type probit, l'hétéroscédaticité n'est pas un enjeu puisque l'échantillon est homoscédastique par hypothèse.

2.3 Liste des variables

Pour le premier modèle, nous avons retenu la performance boursière mesurée par le ratio Market to Book et le Tobin's Q (Tobin, 1969). Ces deux mesures sont des ratios de performance boursière qui établissent un rapport entre une somme de revenus futurs anticipés et actualisés par le marché et une valeur comptable présente. Le Q de Tobin et le Market to Book sont régulièrement mobilisés pour étudier la relation entre le niveau d'imposition et la valeur de la firme (Dhaliwal et al., 2011 ; Wang, 2011 ; Inger, 2014).

En complément, nous utilisons également une variable de performance financière avec le ROA, « Return on Assets », qui mesure la rentabilité des actifs d'une société, et une variable de rendement boursier des actions, la variable « RETURNS », qui est calculée à partir de données uniquement boursières.

Market to Book*	Market-to-Book = Valeur de marché d'une action/ Valeur comptable d'une action Ratio ajusté à la médiane du secteur	M/B
Tobin's Q*	Ln (Tobin's Q ajusté à la médiane du secteur) avec Tobin's Q = (valeur comptable des dettes + valeur de marché des capitaux propres) / Total Actifs	Q
ROA*	ROA = Résultat net / Total Actifs ROA ajusté = ROA – Médiane ROA secteur	ROA
Rentabilité boursière*	Rentabilité boursière des actions sur une période annuelle = (valeur de l'action fin N – valeur de l'action début N + dividendes) / valeur de l'action début N	RETURNS

Comme le souligne Blouin (2014), il n'y pas encore de consensus sur la meilleure manière de définir et de mesurer l'agressivité fiscale d'une société. Cependant, les travaux consacrés à l'étude de la relation entre des mécanismes de gouvernance et le niveau d'imposition s'appuient principalement sur trois mesures du niveau d'imposition, à partir

desquelles sont construites des variables pour apprécier le niveau d'agressivité fiscale. Première mesure, le taux d'imposition effectif (TIE, ou encore « effective tax rate / ETR » en anglais) correspond au ratio entre l'impôt sur les bénéfices de l'exercice et le résultat comptable avant impôt de la société (Slemrod, 2004 ; Dyreng et al., 2008 ; Robinson et al., 2010, Armstrong et al., 2010 ; Minnick et al., 2010 ; Kubick et al., 2016 ; Delgado et al., 2018). Deuxième mesure, il s'agit du taux d'imposition réel (TIR, ou encore « Cash effective tax rate ») qui se calcule en divisant l'impôt réellement payé par le résultat courant avant impôt (Minnick et al., 2010 ; Dyreng et al., 2008 ; Deslandes et al., 2011). Cette mesure permet d'apprécier davantage la gestion fiscale à court terme et les conséquences recherchées en termes de trésorerie, ce qui peut être un inconvénient dans une approche dynamique. Enfin, la dernière mesure s'appuie sur le concept de « Book-Tax Difference » (Mills, 1998) qui reporte l'écart relatif entre le résultat comptable et le résultat fiscal compte tenu des divergences entre les deux systèmes de règles et normes. Selon Lin et al. (2016), la variable « Book-Tax Difference » peut refléter une planification fiscale visant à réduire la charge d'impôt sans nuire aux performances comptables.

Concernant le TIE et le TIR, deux limites sont à considérer pour ces mesures du taux d'imposition. Premièrement, le TIE et le TIR utilisent le résultat comptable avant impôt comme dénominateur au lieu du résultat fiscal imposable (donnée difficile à obtenir), en sachant qu'il existe des retraitements fiscaux parfois considérables (régime des PV, charges non déductibles, ECP...etc.) même si moins prononcés qu'aux Etats-Unis (Chavy, 2016). Deuxièmement, les dirigeants recourent parfois à la gestion des résultats comptables par les « accruals discrétionnaires » (Jeanjean, 2002 ; Elage et al., 2018) ce qui a des conséquences directes sur la mesure des niveaux d'imposition. A propos de la mesure « Book-Tax Difference », celle-ci est limitée par le fait que le résultat fiscal réel n'est pas connu, mais bien estimé, et qu'il est difficile de mesurer précisément l'optimisation fiscale agressive, parfois appelée « accruals discrétionnaires fiscaux » (Desai et al., 2006 ; Frank et al., 2009).

Dans le modèle 1, les variables « TIE et TIR » sont mobilisées en tant que variables explicatives, alors que ces dernières sont utilisées pour construire une variable dichotomique expliquée pour apprécier l'agressivité fiscale dans le cadre du modèle 2.

Taux d'imposition effectif (modèle 1)*	Impôt sur les bénéfices de l'exercice / Résultat courant avant impôt	TIE
Taux d'imposition réel (modèle 1)*	Impôt payé sur les bénéfices de l'exercice / Résultat courant avant impôt	TIR
Book-Tax Difference	(Résultat fiscal estimé – RCAI) / RCAI	BTD
Niveau d'agressivité fiscale (modèle 2)	Variable dichotomique prenant la valeur 1 si le taux d'imposition de la société année est inférieur au seuil fixé (médiane, tercile). Variable construite à partir du TIE, TIR, ou BTD.	AGRESSI.FISCA

Compte tenu des hypothèses formulées à tester, six variables liées au conseil d'administration et aux administrateurs ont été construites pour les modèles 1 et 2.

Taille du CA	Nombre d'administrateurs siégeant au CA/CS	TAILLE.CA
Indépendance du CA	Taux d'indépendance du CA/CS : Administrateurs indépendants / Taille du CA/CS	INDEP.CA
Présence d'un PDG	1 si présence d'un PDG ; 0 sinon	PDG
Proportion de femmes	Nombre d'administratrices / Taille du CA/CS	FEMMES.CA
Taille du comité d'audit	Nombre de membres du comité d'audit	TAILLE.AUDIT
Indépendance du comité d'audit	Membres indépendants / Taille du comité	INDEP.AUDIT

Enfin, il convient de s'appuyer sur les travaux de chercheurs pour ajouter des variables de contrôle dans les modèles économétriques. A ce titre, nous proposons d'inclure la taille de la société, c'est-à-dire son total bilan, pour appréhender les coûts politiques et le poids économique de la société (Dyreng et al., 2008 ; Artiach et al., 2010 ; Kim et al., 2017). La rentabilité de la société est aussi une donnée qui peut inciter à la planification fiscale agressive (Dyreng et al., 2008 ; Anderson et al., 2003). A ces variables, sont également ajoutés le poids de l'endettement qui est un mécanisme de contrôle du dirigeant dans une approche par la théorie de l'agence (Jensen, 1986) et qui génère des intérêts souvent déductibles fiscalement. Concernant la structure du capital, il nous semble intéressant d'intégrer la participation du dirigeant comme proxy des divergences d'intérêts possibles avec les actionnaires (Charreaux, 1996 ; Cole et al., 1998, Jensen et al., 1976). En lien avec les travaux de Minnick et al. (2010) qui soulignent que les sociétés internationales ont davantage recours à l'agressivité fiscale, nous avons jugé pertinent d'introduire la part du chiffre d'affaires réalisé à l'étranger pour apprécier le degré d'internationalisation des sociétés, en plus du taux d'évolution du chiffre d'affaires. Pour terminer, nous avons inclus

le niveau de free cash flow pour apprécier la latitude managériale (Maati et al., 2017 ; Anderson et al., 2011), le taux d'honoraires par rapport au chiffre d'affaires pour apprécier le niveau de dépenses consacré à l'audit légal, ainsi que l'âge de la société.

Taille de la Société*	Ln (Total actifs)	ACTIFS
Rentabilité de la société*	ROA ajusté Résultat net / Total Actifs ajusté à la médiane du secteur d'activité	ROA
Niveau d'endettement*	Dettes LT / Total Passifs	DETTES
Taux d'évolution du chiffre d'affaires	(CA année N – CA année N-1) / CA année N-1	EVOL.CA
Part du CA à l'étranger	Chiffre d'affaires réalisé à l'étranger / Chiffre d'affaires total	INTERNA
Niveau de free cash flow*	Free cash flow / total actifs	FCF
Droits de vote du dirigeant	% de droits de vote détenus par le dirigeant	PARTI.DIRIG
Poids des honoraires	Honoraires HT / CA	HONORAIRES
Âge de la société	Ln (âge)	ÂGE

Les variables avec un astérisque « * » ont fait l'objet d'une winsorisation à 5% et 95% afin d'atténuer, sans supprimer, les effets des valeurs extrêmes.

3. Résultats

3.1 Statistiques descriptives

Tableau 2 : Statistiques descriptives

Echantillon total : 210 sociétés de 2015 à 2020, soit 1 260 observations maximum

	Obs	Mean	Std. Dev.	Median	Min	Max
ACTIFS	1249	10587.324	25416.341	1001.2	15.121	160658
DETTES	1249	.181	.132	0.166	0	.557
INTER.CA	1024	.534	.319	0.60	0	1
EVOL.CA	1179	.055	.221	0.04	-.522	1.122
PARTI.DIRIG	1247	.191	.252	0.03	0	.83
FCF	1247	.025	.078	0.036	-.259	.188
HONORAIRES	730	.022	0.04	0.09	.007	0.040
AGE (ln)	1258	3.526	.583	3.5	1.723	4.78
TIE si ROA>0	959	.274	.345	0.28	-.846	2.408
TIR si ROA>0	833	.285	.662	0.11	-.509	5.292
BTD	1243	-.177	1.743	-0.08	-6.303	9.045
M/B	1205	.025	.697	0	-1.692	1.802
Q	847	.09	.646	0	-1.511	2.399
ROA	1242	-.013	.078	0	-.315	.141
RETURNS	834	.069	.375	0.039	-.703	1.553
PDG	1249	.594	.491	1	0	1
TAILLE.CA	1249	9.547	3.996	9	3	18
INDEP.CA	1239	.425	.222	0.30	0	1
FEMMES.CA	1228	.379	.133	0.4	0	1
TAILLE.AUDIT	1225	2.538	1.735	3	0	7
INDEP.AUDIT	1230	.464	.378	0.5	0	1

Les données du tableau 2 ci-dessus mettent en évidence que notre échantillon, composé de 210 sociétés cotées issues de l'indice « All Tradable », présente des caractéristiques statistiques intéressantes, notamment au niveau des écarts-types. Cet aspect est important et témoigne de choix différents réalisés par les sociétés et de situations hétérogènes en termes de caractéristiques financières, de gouvernance d'entreprise, de performance et d'imposition. Concernant les taux d'imposition, variables au cœur de cet article, remarquons que le taux d'imposition effectif moyen sur la période 2015-2020 des sociétés réalisant des bénéfices est de 27% avec un écart-type important de 0.34, alors que le taux d'imposition réel moyen est de 28% avec un écart-type de 0.66. Ces données statistiques signifient que les sociétés de l'échantillon subissent des charges d'impôts sensiblement différentes, et permettent donc d'envisager et de suspecter des stratégies de planification fiscale plus ou moins optimales, voire plus ou moins agressives de la part de ces dernières.

En annexe A, la matrice de corrélations des variables est présentée sous forme de tableau. En complément, il est aussi intéressant de présenter quelques éléments statistiques en scindant notre échantillon en deux catégories (tableau 3) : Les sociétés avec des pratiques fiscales agressives (AGRESS.FISCA=1) et les autres (AGRESS.FISCA=0). Le seuil retenu pour scinder l'échantillon est la médiane annuelle du taux d'imposition ajustée au secteur d'activité.

Tableau 3 : Statistiques descriptives en fonction du niveau d'agressivité fiscale

Sociétés non agressives fiscalement (AGRESS.FISCA=0)

	N	mean	sd	median	min	max
PDG	482	.573	0.495	1	0	1
TAILLE.CA	482	10.355	3.911	10	3	18
INDEP.CA	478	.418	0.217	0.42	0	1
FEMMES.CA	478	.384	0.115	0.4	0	.8
TAILLE.AUDIT	471	2.673	1.726	3	0	7
INDEP.AUDIT	475	.475	0.378	0.5	0	1

Sociétés agressives fiscalement (AGRESS.FISCA=1)

	N	mean	sd	median	min	Max
PDG	477	.654	0.476	1	0	1
TAILLE.CA	477	9.69	3.895	9	3	18
INDEP.CA	475	.446	0.224	0.44	0	1
FEMMES.CA	466	.384	0.135	0.4	0	1
TAILLE.AUDIT	470	2.602	1.757	3	0	7
INDEP.AUDIT	471	.468	0.372	0.5	0	1

Grâce au tableau 3, nous remarquons des moyennes différentes pour les variables « PDG », « TAILLE.CA », et « INDEP.CA ». Dans les sociétés « agressives fiscalement » de notre modèle, nous observons en moyenne que ces dernières ont des CA moins nombreux, plus indépendants, et plus souvent avec un cumul des fonctions de PCA et DG.

3.2 Relations entre le niveau d'imposition et la performance

A partir du modèle 1, nous avons testé l'hypothèse 1 sur la base de régressions linéaires multiples en utilisant plusieurs variables expliquées pour mesurer la performance (Market-to-Book, Tobin's Q, ROA, et Rentabilité boursière) et trois variables pour mesurer le niveau d'imposition (Taux d'imposition effectif et taux d'intérêt réel) et le degré de

divergence entre le résultat fiscal et le résultat comptable (Book-Tax Difference). Le tableau 4 présente les estimations statistiques.

Concernant le modèle 1.1 qui étudie la relation entre le « TIE » et le « Market-to-Book », il en ressort notamment que la variable « TIE » a un effet positif sur la performance boursière, alors que la variable « TIE² » a un effet négatif. L'ajout du terme quadratique dans l'équation permet de constater un coefficient positif et significatif pour la variable « TIE » (0.338) et un coefficient négatif et significatif (-1.083) pour la variable « TIE² » ce qui soutient la forme concave de la relation entre le taux d'imposition effectif et la performance boursière. En utilisant le « Tobin's Q » (modèle 1.2) ou le « ROA » (modèle 1.3), les résultats sont sensiblement similaires ce qui est de nature à renforcer l'existence d'une relation en forme de U inversé entre le TIE et la performance de la société. Pour la variable « RETURNS », les résultats permettent d'observer un effet positif de la variable « TIE », et un effet négatif mais non significatif de la variable « TIE² » (modèle 1.4).

En s'appuyant sur les travaux de Lind et al. (2010) sur le choix du test statistique approprié pour une relation en forme de U, nous avons mobilisé une commande sur Stata qui valide la présence d'une relation non linéaire en forme de U inversé avec t-value =3.34 et $P>(t)=0.001$, et un point d'inflexion estimé pour un TIE égal à 15.5% pour le modèle 1.1 (et 12.5% pour le modèle 1.2). L'hypothèse 1 est par conséquent vérifiée avec la principale variable explicative, le « TIE », ce qui nous permet de soutenir l'idée que l'optimisation fiscale est valorisée sur les marchés financiers, et, de manière réciproque, que l'agressivité fiscale et l'absence d'optimisation fiscale semblent être pénalisées.

Au niveau théorique, la validation de l'hypothèse 1 avec le TIE permet de corroborer les conclusions d'études antérieures (Chavy, 2017 ; Rego et al., 2012 ; Hill et al., 2013 ; Dyreng et al., 2008) qui soutiennent l'idée que les actionnaires sont favorables à l'optimisation fiscale, mais réticents face à l'agressivité fiscale qui est jugée trop risquée pour la société sur la base des concepts de « couts politiques » (Boone et al. 2013 ; Chen et al., 2010 ; Chavy, 2016) et de responsabilité sociétale (Deslandes et al., 2011 ; Hoi et al., 2013). Autre facteur à considérer, l'agressivité fiscale étant très associée au risque de coûts d'agence plus élevés, les actionnaires et les investisseurs pourraient bien se montrer encore plus averses face à ce risque, et ainsi dénoncer davantage les pratiques fiscales agressives (Guedrib et al., 2015 ; Desai et al., 2006 ; Chavy, 2016).

Au niveau managérial, cette conclusion invite les actionnaires et les administrateurs à s'interroger sur la mise en place d'un cadre de gouvernance (incitations) pour lutter contre des pratiques fiscales agressives, tout en permettant une véritable optimisation fiscale. Au niveau de la gouvernance d'entreprise, l'enjeu pour les actionnaires et administrateurs consiste donc à chercher à optimiser le ratio « avantage fiscaux / risque fiscal » par la mise en place d'outils appropriés et la recherche d'une structure de gouvernance adaptée. Cette problématique est en partie abordée dans la partie suivante consacrée aux relations entre les caractéristiques du CA et la lutte contre l'agressivité fiscale.

De la même manière que Desai et al. (2009), et dans le but de renforcer nos résultats et conclusions, nous avons utilisé des mesures alternatives aussi bien au niveau de la performance (Market-to-Book, Tobin's Q, ROA, et Rentabilité boursière des actions) qu'au niveau des variables liées à l'imposition (TIE, TIR, BTD). Seuls les modèles avec des coefficients significatifs sont présentés dans le tableau 4. En retenant le « TIR » comme variable d'imposition, nous observons des résultats significatifs et similaires pour le « ROA » et « RETURNS » (modèles 1.5 et 1.6) ce qui renforce la validation de l'hypothèse 1. Quant à la variable explicative « BDT », qui mesure le degré de divergence entre le résultat fiscal et le résultat comptable, nous constatons principalement un effet négatif et significatif sur la performance de la société (modèles 1.7 à 1.9), ce qui soutient partiellement la validation de l'hypothèse 1 dans le sens où la forme en U inversé n'est pas vérifiée (sauf pour le « ROA »). Les autres modèles possibles ne permettent pas d'observer d'éléments susceptibles de soutenir davantage l'hypothèse 1, et représentent donc des limites à l'étude proposée. Ainsi, il n'existe par exemple pas de relation significative entre le TIR et la performance boursière (Tobin's Q ou Market-to-Book). Une explication possible réside dans le fait que le TIR mesure l'impôt payé au cours de l'exercice, c'est-à-dire qu'il reflète l'exigibilité de l'impôt en prenant donc en considération le poids considérable des impôts différés passifs et actifs. Le TIE, taux d'imposition effectif, n'est pas affecté par les décalages temporaires liés aux impôts différés, et semble donc être à privilégier (Aronmwan et al., 2020), puisqu'il repose sur le même référentiel temporel que la performance boursière.

Tableau 4 : Régressions linéaires multiples – Modèle 1

VARIABLES	TIE				TIR		Book-Tax difference		
	1.1 M/B	1.2 Q	1.3 ROA	1.4 RETURNS	1.5 ROA	1.6 RETURNS	1.7 M/B	1.8 Q	1.9 ROA
TIE / TIR / BTD	0.338** (0.140)	0.193* (0.110)	0.0469*** (0.009)	0.105** (0.049)	0.072*** (0.011)	0.195** (0.074)	-0.075** (0.032)	-0.071*** (0.025)	0.005** (0.002)
TIE ² / TIR ² / BTD ²	-1.083*** (0.304)	-0.800*** (0.244)	-0.048** (0.018)	-0.122 (0.104)	-0.064*** (0.013)	-0.156** (0.074)	-0.084*** (0.023)	-0.062*** (0.019)	-0.003** (0.001)
PDG	0.044 (0.063)	0.012 (0.057)	0.002 (0.004)	0.028 (0.020)	0.003 (0.004)	0.033 (0.021)	0.044 (0.063)	0.012 (0.057)	0.002 (0.004)
TAILLE.CA	0.007 (0.012)	0.006 (0.011)	-0.001* (0.001)	-0.004 (0.003)	-0.001 (0.001)	-0.003 (0.004)	0.007 (0.012)	0.006 (0.011)	-0.001* (0.001)
INDEP.CA	-0.006 (0.150)	-0.053 (0.153)	-0.002 (0.009)	-0.039 (0.051)	0.001 (0.009)	-0.015 (0.053)	-0.006 (0.150)	-0.053 (0.153)	-0.002 (0.009)
DETTES	0.134 (0.315)	-0.497* (0.264)	-0.078*** (0.017)	-0.113 (0.082)	-0.073*** (0.016)	-0.137 (0.088)	0.134 (0.315)	-0.497* (0.264)	-0.078*** (0.017)
ACTIFS	-0.022 (0.025)	-0.049* (0.026)	0.006*** (0.001)	0.004 (0.007)	0.006*** (0.001)	-0.005 (0.007)	-0.022 (0.025)	-0.049* (0.026)	0.006*** (0.001)
FCF	2.315*** (0.632)	1.554*** (0.593)	0.489*** (0.046)	0.999*** (0.194)	0.503*** (0.046)	1.093*** (0.218)	2.315*** (0.632)	1.554*** (0.593)	0.489*** (0.046)
PARTI.DIRIG	-0.224 (0.161)	-0.261 (0.161)	0.030*** (0.009)	0.033 (0.047)	0.029*** (0.009)	0.025 (0.052)	-0.224 (0.161)	-0.261 (0.161)	0.030*** (0.009)
EVOL.CA	1.227*** (0.169)	0.029 (0.161)	0.085*** (0.014)	0.651*** (0.079)	0.078*** (0.015)	0.679*** (0.091)	1.227*** (0.169)	0.029 (0.161)	0.085*** (0.014)
AGE	-0.004 (0.084)	-0.011 (0.063)	0.006 (0.004)	0.002 (0.018)	0.006 (0.005)	0.010 (0.021)	-0.004 (0.084)	-0.011 (0.063)	0.006 (0.004)
Constante	0.042 (0.283)	0.562** (0.220)	-0.086*** (0.018)	-0.025 (0.071)	-0.082*** (0.0192)	-0.0103 (0.084)	0.052 (0.284)	0.554** (0.221)	-0.076*** (0.018)
Observations	1,125	836	1,153	825	992	730	1,125	836	1,153
R-squared	0.158	0.247	0.489	0.325	0.522	0.356	0.158	0.247	0.489
F	9.65	3.34	47.81	14.17	40.63	14.84	9.65	3.34	47.81
Prob > F	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
Effet fixe secteur / année	Oui	Oui	Oui	Oui	Oui	Oui	Oui	Oui	Oui

Méthode des moindres carrés avec valeurs mesurées sur la période 2015-2020. ***, **, * significatif respectivement au seuil de 1, 5 et 10 %

Le tableau présente les résultats de régressions linéaires multiples (méthode des moindres carrés) sur un échantillon de 210 sociétés françaises cotées sur la période 2015-2020. La variable expliquée est la performance (M/B, Q, ROA, Returns), et les principales variables explicatives sont liées au niveau d'imposition (TIE, TIR, BTD). Sont intégrées des variables liées à la structure du CA (PDG, TAILLE.CA, INDEP.CA) et des variables de contrôle, à savoir le niveau d'endettement long terme de la société (DETTES), les caractéristiques de la société (ACTIFS, EVOL.CA, AGE), et la latitude managériale (PARTI.DIRIG, FCF).

3.3 Relation entre les caractéristiques du CA et comité d'audit et l'agressivité fiscale

A partir du modèle 2, nous souhaitons préciser les conclusions de la partie précédente en étudiant la structure du CA et du comité d'audit dans le but de tester les hypothèses 2 relatives à la lutte contre l'agressivité fiscale. Les pratiques fiscales agressives ayant a priori un effet négatif sur la performance boursière, il est important pour les actionnaires et les administrateurs de se poser la question de la lutte contre l'agressivité fiscale dans une logique de gouvernance d'entreprise. Nous nous appuyons principalement sur des régressions binomiales (probit) avec une variable expliquée dichotomique déterminée à partir du taux d'imposition effectif ou réel, voire du niveau de divergence entre le résultat comptable et fiscal. Les modèles « probit ou logit » sont régulièrement mobilisés pour apprécier l'agressivité fiscale depuis les travaux de Richardson et al. (2011). Dans cette perspective, rappelons que la variable dichotomique « AGRESS.FISCA » prend la valeur 1 lorsque le taux d'imposition, ou le degré de divergence entre le résultat fiscal et le résultat comptable, de la société année est inférieur au seuil fixé (médiane, tercile). Le tableau 5 présente les résultats pour les variables explicatives relatives au CA (PDG, TAILLE.CA, INDEP.CA, FEMMES.CA), alors que le tableau 6 expose les résultats relatifs au comité d'audit (TAILLE.AUDIT, INDEP.AUDIT).

3.3.1 Conseil d'administration et agressivité fiscale

Concernant le CA, nous remarquons tout d'abord que la variable « TAILLE.CA » a un effet négatif sur l'agressivité fiscale mesurée par le « TIE » ou le « BTD » en retenant la médiane (modèles 2.1 et 2.5) ou le tercile supérieur comme seuil (modèles 2.2 et 2.6). De tels résultats ne sont pas constatés en définissant l'agressivité fiscale à partir du « TIR » (modèles 2.3 et 2.4). L'effet marginal calculé pour le modèle 2.1 (Médiane du TIE) indique que l'augmentation de la taille du CA par un administrateur diminue de quatre points de pourcentage (tableau 7) le risque d'être une société avec des pratiques fiscales jugées agressives (AGRESS.FISCA=1). Nous pouvons ainsi valider l'hypothèse 2.1 en lien avec la théorie des ressources. Contrairement aux arguments de la théorie de l'agence et aux études associées qui préconisent une taille réduite du CA pour lutter contre l'agressivité fiscale (Minnick et al., 2010 ; Richardson et al., 2011), nous constatons que les CA de taille

importante représentent un meilleur moyen de lutter contre l'agressivité fiscale. La taille du CA étant corrélée à l'hétérogénéité et à la diversité des profils et compétences des administrateurs (Maati et al., 2017 ; Anderson et al., 2011), ces derniers sont davantage en mesure de déceler, d'analyser, d'interpréter, et de prévenir des positions fiscales jugées agressives, voire d'y remédier. Le coefficient de corrélation important de 0.42 entre les variables « TAILLE.CA » et « ACTIFS » permet de préciser que les CA de taille importante font en général davantage face à la problématique des coûts politiques associés à la fraude fiscale, d'où l'intérêt de veiller scrupuleusement aux pratiques fiscales de la société.

Ensuite, nous remarquons que le niveau d'indépendance du CA a un effet positif sur l'agressivité fiscale, pour quasiment tous les modèles retenus (Modèles 2.1 à 2.6). Ces résultats ne confirment pas les conclusions de certains travaux ayant démontré un effet négatif dans le cadre de la théorie d'agence (Lanis et al., 2011 ; Armstrong et al., 2012). Pour le modèle 2.1 (Médiane du TIE), l'effet marginal du taux d'indépendance correspond à une augmentation de 21 points de pourcentage (tableau 7) du risque d'être une société considérée comme agressive fiscalement (AGRESS.FISCA=1). Notre hypothèse 2.2 est validée et peut s'expliquer à partir de deux principaux arguments. D'une part, il est possible que les administrateurs indépendants aient moins la capacité de lutter contre l'agressivité fiscale à cause du fait qu'ils pourraient souffrir d'un déficit informationnel sur les caractéristiques internes de la société (Adams et al., 2007). Cette explication serait d'autant plus problématique dans un environnement complexe où le dirigeant essaierait de dissimuler les pratiques fiscales agressives (Guedrib et al., 2015) qui sont généralement décelées à la suite d'un processus long et intrusif de contrôle. D'autre part, il est également envisageable de penser que la présence importante d'administrateurs indépendants représente une sorte de garantie qui aurait pour conséquence d'accroître la prise de risque au niveau fiscal. En conclusion, il semble souhaitable de nommer des administrateurs « internes » pour diminuer le risque lié à l'agressivité fiscale.

Après cela, nous observons que la présence d'un PDG a un effet positif sur l'agressivité fiscale, et significatif pour les modèles 2.1 et 2.5. Précisément, il a été calculé pour le modèle 2.1 que la présence d'un PDG augmente la probabilité de 10 points de pourcentage (tableau 7) d'être une société avec des pratiques fiscales qualifiées

d'agressives (AGRESS.FISCA=1). Nous pouvons par conséquent valider partiellement l'hypothèse 2.3. La présence d'un PDG est une variable qui est associée par la littérature à une augmentation du risque de conflits d'agence (Godard et al., 2005 ; Zahra et al., 1989) en raison d'un pouvoir accru de ce dernier (Maati et al, 2017 ; Anderson et al., 2011). Le choix de nommer un PDG implique un risque plus important au niveau de l'agressivité fiscale, situation à nuancer toutefois par sa participation au capital, son enracinement, et les modalités de calcul de sa rémunération. Autrement dit, pour lutter contre l'agressivité fiscale, il semble préférable de dissocier les fonctions de directeur général et de président du CA, ou encore d'opter pour un conseil de surveillance. Toutefois, l'absence de significativité dans certains modèles souligne la sensibilité des résultats et nous invite à la prudence sur les conclusions évoquées, d'où une validation partielle de l'hypothèse 2.3.

Tableau 5 : Régressions Probit du modèle 2						
VARIABLES	TIE		TIR		BTD	
	2.1 Med	2.2 Ter	2.3 Med	2.4 Ter	2.5 Med	2.6 Ter
PDG	0.270** (0.117)	0.143 (0.120)	0.093 (0.126)	-0.051 (0.131)	0.288** (0.119)	0.136 (0.120)
TAILLE.CA	-0.11*** (0.024)	-0.044* (0.025)	0.001 (0.025)	0.018 (0.026)	-0.101*** (0.025)	-0.044* (0.025)
INDEP.CA	0.610* (0.315)	0.757** (0.318)	0.302 (0.341)	0.892** (0.364)	0.719** (0.320)	0.775** (0.319)
FEMMES.CA	0.353 (0.506)	-0.858* (0.522)	0.577 (0.554)	1.003* (0.583)	0.083 (0.514)	-0.897* (0.524)
DETTES	-0.436 (0.558)	0.468 (0.576)	-1.013* (0.602)	-0.5512 (0.621)	-0.462 (0.568)	0.410 (0.579)
ACTIFS	0.113** (0.050)	-0.010 (0.051)	0.013 (0.054)	-0.174*** (0.058)	0.0829 (0.051)	-0.007 (0.051)
FCF	-1.122 (1.318)	-0.892 (1.328)	1.467 (1.480)	1.614 (1.522)	-0.911 (1.339)	-0.854 (1.329)
PARTI.DIRIG	-0.203 (0.255)	-0.052 (0.262)	0.016 (0.282)	-0.918*** (0.298)	-0.279 (0.259)	-0.059 (0.263)
ROA	1.960 (1.830)	1.859 (1.835)	9.337*** (2.043)	6.056*** (2.040)	1.816 (1.868)	1.853 (1.835)
HONORAIRES	0.338 (0.297)	0.234 (0.211)	0.379 (0.302)	0.096 (0.245)	0.414 (0.350)	0.237 (0.210)
INTER.CA	0.497** (0.223)	0.153 (0.226)	-0.75*** (0.252)	-1.080*** (0.263)	0.521** (0.227)	0.144 (0.226)
EVOL.CA	0.037 (0.322)	-0.207 (0.323)	-0.026 (0.368)	-0.004 (0.362)	0.192 (0.337)	-0.192 (0.323)
AGE	0.271** (0.120)	0.005 (0.122)	-0.014 (0.128)	-0.062 (0.132)	0.224* (0.120)	0.008 (0.122)
Constante	-1.62*** (0.506)	-0.705 (0.498)	-0.682 (0.534)	0.170 (0.546)	-1.704*** (0.521)	-0.708 (0.498)
Observations	595	595	538	538	594	594
Pseudo R ²	0.11	0.06	0.14	0.14	0.13	0.06
LR chi ²	91.21	48.08	106.46	101.43	106.80	47.30
Prob > Chi ²	0.0000	0.0001	0.0000	0.0000	0.0000	0.0001
Effet fixe année secteur	Oui	Oui	Oui	Oui	Oui	Oui

***, **, * significatif respectivement au seuil de 1, 5 et 10 %

Le tableau présente les résultats de régressions binomiales Probit sur un échantillon de 210 sociétés françaises cotées sur la période 2015-2020. La variable expliquée est une variable binaire qui mesure l'agressivité fiscale (TIE, TIR, BTD) à partir de la médiane (med) ou du tercile (ter). Les principales variables explicatives sont liées à la structure du CA (PDG, TAILLE.CA, INDEP.CA, FEMMES.CA). Des variables de contrôle, à savoir le niveau d'endettement long terme de la société (DETTES), les caractéristiques de la société (ACTIFS, EVOL.CA, INTER.CA, HONORAIRES, AGE), et la latitude managériale (PARTI.DIRIG, FCF).

Enfin, il apparaît que la variable « FEMMES.CA », qui mesure la proportion de femmes dans le CA, a un effet difficile à interpréter sur l'agressivité fiscale. Cet effet est négatif et non significatif lorsque le seuil d'agressivité est défini à partir de la médiane (Modèles 2.1, 2.3 et 2.5), alors que cet effet devient positif et significatif lorsque le seuil est défini à partir du tercile supérieur (Modèles 2.2 et 2.6). Il convient de conclure à un rejet de l'hypothèse 2.4, nous ne pouvons donc nous prononcer sur l'intérêt ou non d'intégrer davantage de femmes dans le CA dans un souci de lutte contre l'agressivité fiscale, et ce malgré leur aversion supposée pour le risque (Croson et al., 2009) et leurs décisions souvent plus éthiques (Cabeza-Garcia et al., 2018 ; Lanis et al., 2017).

3.3.2 Comité d'audit et agressivité fiscale

Dans le tableau 6, nous observons que la variable « INDEP.AUDIT » n'est pas significative, ce qui nous conduit à conclure à l'absence d'effet de l'indépendance du comité d'audit sur l'agressivité fiscale (peu importe le sous-modèle retenu, modèles 2.7 à 2.12). Nous pouvons d'ores et déjà rejeter l'hypothèse 2.6. Ce constat ne nous permet de valider ni les études qui concluent sur un effet négatif de l'indépendance du comité d'audit sur l'agressivité fiscale (Richardson et al., 2013 ; Bédard et al., 2004), ni l'idée que l'effet pourrait être positif si l'on accorde davantage de poids au rôle de conseil fiscal (McGuire et al., 2012). Il est intéressant de noter que la variable du taux d'indépendance mesurée au niveau du CA est très significative (partie précédente), alors que cette dernière ne l'est pas au niveau du comité d'audit, malgré un coefficient de corrélation de 0.37 entre les deux variables mentionnées.

En revanche, nous remarquons que la taille du comité d'audit, qui pourrait permettre d'apprécier l'importance des moyens consacrés à ses missions de contrôle et de conseils, a un effet significatif et négatif sur l'agressivité fiscale mesurée par le TIE et le BTD (modèles 2.7, 2.8, 2.11 et 2.12). De manière similaire aux conclusions sur la taille du CA, il est aussi possible de considérer que la taille du comité d'audit est associée à la diversité des profils et des compétences de ses membres, ce qui est un avantage pour lutter contre des pratiques fiscales agressives. Nous avons estimé, pour le modèle 2.7, que l'augmentation de la taille du comité d'audit diminue la probabilité de 3 points de

pourcentage (tableau 7) d'être une société avec des pratiques fiscales qualifiées d'agressives (AGRESS.FISCA=1).

Tableau 6 : Régressions Probit du modèle 2						
VARIABLES	TIE		TIR		BTD	
	2.7 Med	2.8 Ter	2.9 Med	2.10 Ter	2.11 Med	2.12 Ter
TAILLE.AUDIT	-0.086** (0.0426)	-0.0795* (0.0440)	0.0120 (0.0469)	0.0585 (0.0477)	-0.133*** (0.0434)	-0.0801* (0.0440)
INDEP.AUDIT	0.0891 (0.182)	-0.150 (0.188)	-0.178 (0.197)	0.000489 (0.204)	0.184 (0.184)	-0.143 (0.188)
DETTES	-0.300 (0.551)	0.452 (0.571)	-0.992* (0.594)	-0.516 (0.612)	-0.342 (0.561)	0.402 (0.574)
ACTIFS	0.0234 (0.0404)	-0.0317 (0.0402)	0.0388 (0.0433)	-0.115** (0.0448)	0.0122 (0.0418)	-0.0295 (0.0402)
FCF	-0.966 (1.235)	-1.191 (1.257)	2.030 (1.406)	2.150 (1.436)	-1.003 (1.266)	-1.169 (1.258)
PARTI.DIRIG	0.0206 (0.245)	-0.00538 (0.251)	-0.0355 (0.273)	-0.994*** (0.285)	-0.0747 (0.248)	-0.0118 (0.252)
ROA	1.762 (1.747)	1.333 (1.783)	8.938*** (2.004)	5.047** (1.964)	1.732 (1.785)	1.324 (1.783)
HONORAIRES	0.467 (0.327)	0.237 (0.210)	0.424 (0.308)	0.183 (0.240)	0.532 (0.388)	0.238 (0.210)
INTER.CA	0.608*** (0.215)	0.344 (0.221)	-0.641*** (0.242)	-0.946*** (0.249)	0.690*** (0.220)	0.339 (0.221)
EVOL.CA	0.152 (0.320)	-0.126 (0.319)	-0.0213 (0.365)	-0.0498 (0.358)	0.319 (0.333)	-0.113 (0.319)
AGE	0.197* (0.115)	-0.0225 (0.119)	-0.00608 (0.125)	-0.0578 (0.129)	0.162 (0.116)	-0.0211 (0.119)
Constante	-1.150** (0.483)	-0.499 (0.477)	-0.529 (0.525)	0.261 (0.531)	-1.250** (0.503)	-0.508 (0.477)
Observations	600	600	544	544	599	599
Pseudo R ²	0.08	0.05	0.14	0.13	0.11	0.05
LR chi ²	65.18	37.28	104.89	93.79	86.66	36.18
Prob > Chi ²	0.0000	0.0001	0.0000	0.0000	0.0000	0.002
Effet fixe année secteur	Oui	Oui	Oui	Oui	Oui	Oui

***, **, * significatif respectivement au seuil de 1, 5 et 10 %

Le tableau présente les résultats de régressions binomiales Probit sur un échantillon de 210 sociétés françaises cotées sur la période 2015-2020. La variable expliquée est une variable binaire qui mesure l'agressivité fiscale (TIE, TIR, BTD) à partir de la médiane (med) ou du tercile (ter). Les principales variables explicatives sont liées à la structure du comité d'audit (TAILLE.AUDIT et INDEP.AUDIT). Des variables de contrôle, à savoir le niveau d'endettement long terme de la société (DETTES), les caractéristiques de la société (ACTIFS, EVOL.CA, INTER.CA, HONORAIRES, AGE), et la latitude managériale (PARTI.DIRIG, FCF)

Tableau 7 : Effets marginaux pour les modèles 2.1 et 2.7 : TIE à partir de la médiane

	AGRESS.FISCA
VARIABLES	Marginal effects
PDG	0.10** (0.040)
TAILLE.CA	-0.04*** (0.008)
INDEP.CA	0.21*** (0.010)
TAILLE.AUDIT	-0.03** (0.015)

Tableau 8 : Résumé des principaux résultats pour les hypothèses 2

	Variables	Effet attendu	Résultat observé	Conclusion
1	Taille du CA	-	-	H2.1 validée
2	Indépendance du CA	+	+	H2.2 validée
3	Présence d'un PDG	+	+	H2.3 validée partiellement
4	Proportion de femmes	-	- et +	H2.4 rejetée
5	Taille du comité d'audit	-	-	H2.5 validée
6	Indépendance du comité d'audit	+	NS	H2.6 rejetée

3.3.3 Test de robustesse supplémentaire

Pour renforcer la fiabilité des résultats présentés dans les deux sous-parties précédentes (voir tableau 8), nous avons déjà procédé à deux tests de robustesse. Le premier a consisté à définir l'agressivité fiscale à partir du tercile supérieur au lieu de la médiane pour apprécier la sensibilité des résultats à la détermination relativement subjective d'un seuil d'agressivité fiscale (Hair et al., 2006 ; Richardson et al., 2013). Le second a consisté à recourir à d'autres variables explicatives, à savoir le « TIR » et le « Book-Tax Difference » au lieu du « TIE », pour apprécier la sensibilité des résultats à la mesure retenue pour déterminer le niveau d'agressivité fiscale. Ces deux tests complémentaires ont dans l'ensemble permis de renforcer nos résultats, malgré quelques résultats non significatifs

en mobilisant le « TIR ». Toutefois, cette limite est à relativiser dans le sens où le « TIR » prend en compte les impôts différés, ce qui peut créer des décalages temporaires conséquents et parfois biaiser l'interprétation (Aronmwan et al., 2020).

En complément de cette approche, nous avons mobilisé deux principaux outils selon la méthodologie utilisée par des études similaires (Richardson et al., 2013 ; Hair et al., 2006). Le premier a consisté à tester l'endogénéité du modèle probit en ajoutant un retard d'une année (lag 1) sur les variables explicatives et à relancer les estimations. Il en ressort des résultats assez similaires à ceux présentés dans le modèle 2.1, ce qui nous rassure sur le risque d'endogénéité. Le second a consisté à utiliser des régressions probit transversales année par année pour estimer les valeurs des variables explicatives. Les résultats sont assez satisfaisants, même si toutes les variables ne sont pas toujours significatives chaque année en raison de la baisse considérable du nombre d'observations.

Conclusion

L'objectif de cet article était de s'intéresser à la problématique et aux enjeux de l'agressivité fiscale dans une perspective de gouvernance d'entreprise. L'article a été construit autour de deux questions de recherche, la première s'intéressant à la relation entre le niveau d'imposition et la performance boursière, et la seconde se proposant d'étudier la relation entre les caractéristiques du CA et du comité d'audit et la lutte contre l'agressivité fiscale. La revue de littérature a permis de préciser et de décliner ces deux questions sous la forme d'hypothèse à vérifier. Pour ce faire, nous avons construit un échantillon composé de 210 sociétés françaises cotées sur la période 2015-2020, et deux modèles économétriques.

Dans un premier temps, le modèle 1 et les résultats associés aux régressions linéaires multiples nous permettent de confirmer l'hypothèse 1 qui soutient l'existence d'une relation en forme de U inversé entre le taux d'imposition réel et la performance boursière, avec notamment un point d'inflexion estimé lorsque le TIE égal 15.5%. Cela signifie que nous pouvons soutenir statistiquement l'idée que les marchés financiers, c'est-à-dire les investisseurs, accueillent favorablement l'optimisation fiscale, et défavorablement l'agressivité fiscale et l'absence d'optimisation fiscale. Au niveau financier, cette relation est logique, dans le sens rationnel, étant donné que nous pouvons admettre que les investisseurs et actionnaires acceptent volontiers de prendre un risque fiscal mesuré (optimisation fiscale), mais craignent les pratiques fiscales trop agressives en raison des sanctions possibles et des coûts d'agence associés.

Grâce aux résultats et conclusions évoqués dans la partie 1, nous avons poursuivi dans cette logique en réfléchissant aux mécanismes de gouvernance au niveau du CA et du comité d'audit susceptibles de lutter contre l'agressivité fiscale. La partie 2, en s'appuyant sur des modèles probit, a permis de mesurer les effets marginaux des variables de CA et du comité d'audit sur la probabilité que la société soit qualifiée d'agressive fiscalement. Les résultats et conclusions sont intéressants au niveau empirique et théorique. En effet, les résultats montrent principalement que le taux d'indépendance a un effet marginal positif sur l'état de probabilité « Agressivité fiscale », alors que la taille du CA et du comité d'audit a un effet marginal négatif. Cela signifie que la lutte contre l'agressivité fiscale

s'explique davantage par la théorie des ressources plutôt que par la théorie de l'agence. Les hypothèses validées suggèrent bien que l'hétérogénéité ou la diversité du CA (Taille du CA comme proxy) et la connaissance du fonctionnement interne (Indépendance comme proxy) sont deux facteurs déterminants pour lutter contre l'agressivité fiscale.

Cet article apporte deux contributions à l'état de littérature dans le contexte des sociétés françaises. D'une part, ce dernier met en évidence que l'optimisation fiscale est une source de création de valeur boursière, et qu'il existe un double enjeu pour les actionnaires/investisseurs : Encourager l'optimisation fiscale et lutter contre l'agressivité fiscale. D'autre part, cet article met en exergue que la lutte contre l'agressivité fiscale n'est pas évidente, et qu'elle nécessite une réflexion sur la structure et la composition du CA afin de soutenir ce dernier par des choix concrets (nombre d'administrateurs ou de membre du comité d'audit, dissociation des fonctions de DG et PCA, niveau d'indépendance) à la hauteur des enjeux fiscaux et financiers.

Malgré des limites méthodologiques liés à l'échantillon, à la définition des variables et aux modèles économétriques proposés, cet article présente à la fois des conclusions soutenues par des résultats fiables et des théories solides en gouvernance financière, mais aussi et surtout des pistes de réflexion sur l'optimisation et l'agressivité fiscale. Ce sujet pourrait probablement mobiliser davantage les chercheurs, notamment en France où le taux d'imposition reste très élevé et où la lutte contre la fraude fiscale s'intensifie sur le plan juridique.

Pour terminer, nous espérons que ce travail contribuera d'une manière ou d'une autre à susciter des travaux complémentaires qui pourraient par exemple s'intéresser plus précisément aux profils et compétences des administrateurs, ou bien aux profils des dirigeants et actionnaires.

Références bibliographiques du chapitre 3

Abbott L. Park Y. Parker S., 2000. The effects of audit committee activity and independence on corporate fraud. *Manag. Finance* 26(11):55-67.

Adams, R.B., Ferreira, D., 2007. A theory of friendly boards. *Journal of Finance*. 62 (1), 217–250.

Adams, R. B., Hermalin, B. E., & Weisbach, M. S., 2010. The role of boards of directors in corporate governance: A conceptual framework and survey. *Journal of Economic Literature*, 48: 58-107.

Amiram, D., Bauer, A. M., & Frank, M. M., 2016. Tax Avoidance at Public Corporations Driven by Shareholder Taxes: Evidence from Changes in Dividend Tax Policy. Darden Business School Working Paper No. 2111467.

Anderson, R. et Reeb D., 2003. Founding-family ownership and firm performance: Evidence from the S&P 500. *Journal of Finance*, vol.58, pp. 1301-1328.

Anderson, R.C., Reeb, D.M., Upadhyay, A., Zhao, W., 2011. The economics of director heterogeneity. *Financial Management*, 40, 5–38.

Armstrong, C. S., Blouin J. L. et Larcker D. F, 2010. The Incentives for Tax Planning”, Stanford GSB Research Paper No. 2032, Rock Center for Corporate Governance Working Paper No. 56, June.

Armstrong, C., Blouin, J., & Larcker, D., 2012. The incentives for tax planning. *Journal of Accounting and Economics*, 53.

Armstrong, C., Blouin, J., Jagolinzer, A., & Larcker, D. F., 2015. Corporate governance, incentives, and tax avoidance. *Journal of Accounting and Economics*, 60, 1–17.

Aronmwan, E., Olawale, I.M., 2020. Measuring Tax Avoidance using Effective Tax Rate: Concepts and Implications. *journal of accounting and management*, vol10 n1.

Artiach, T., Lee, D., Nelson, D. and Walker, J., 2010, The Determinants of Corporate Sustainability Performance. *Accounting and Finance*, 50 (1), pp. 31–51.

Baliga, B.R., Moyer, C., Rao, R., 1996. CEO Duality and firm performance: What’s the fuss. *Strategic Management Journal*, 17: 41-43.

Bauer, A. M., 2016. Tax avoidance and the implications of weak internal controls. *Contemporary Accounting Research*, 33, 449–486.

Bebchuk, L.A., Cremers, K.M., Peyer, U.C., 2011. The CEO pay slice. *J. Finan. Econ.* 102, 199-221.

Bédard, J. C., Johnstone, K., 2004. Earnings Manipulation Risk, Corporate Governance Risk, and Auditors' Planning and Pricing Decisions. *The Accounting Review*, vol.79, issue.2, pp.277-304.

Berle, A., Means, G., 1932. *The Modern Corporation and Private Property*. New York, Transaction Pub.

Belot F., Ginglinger E., Slovin M.B., et Sushka M.E., (2014). Freedom of choice between unitary and two-tier boards: an empirical analysis. *Journal of financial economics*. Vol 112, page 364-385.

Blouin, J. 2014. Defining and measuring tax planning aggressiveness. *National Tax Journal* 67 (4): 875–900.

Boone, J. P., Khurana, I. K., & Raman, K. K., 2013. Religiosity and tax avoidance. *The Journal of the American Taxation Association*, 35(1), 53–84.

- Bourjade S., Germain L., et Lyon-Caen C., (2016). Conseils d'administration : Indépendance, collusion et conflits d'intérêts. *Revue française d'économie*, Volume XXXI (2), 3-25.
- Brickley, J. A., Coles, J. L., Jarrell, G., 1997. Leadership structure: Separating the CEO and chairman of the board. *Journal of Corporate Finance*, 3, pp. 189–220
- Brooks, C., Godfrey, C., Hillenbrand, C., & Money, K., 2016. Do investors care about taxes? *Journal of Corporate Finance*, 38, 218–248.
- Cabeza-Garcia, L., Fernandez-Gago, R., Mariano, N., 2018. Do Board Gender Diversity and Director Typology Impact CSR Reporting? *European Management Review* Volume 15, Issue 4 p. 559-575
- Cai J., Liu Y., et Qian Y., (2015). Information asymmetry and corporate governance. *Quarterly Journal of Finance*.
- Charreaux, G., 1994. Le gouvernement d'entreprise. *Corporate Governance*, N°31 pp. 49-79.
- Charreaux, G., Pitol-Belin, J.P., 1992. La théorie des organisations – L'encyclopédie de gestion - Paris
- Charreaux, G., 2000. La théorie positive de l'agence : positionnements et apports. *Revue d'Économie Industrielle*, n° 92, p. 193-214.
- Chavy, P., 2016. Planification fiscale et réputation de la firme : quelles réalités ? Dans *Revue de l'organisation responsable* (Vol. 12), pages 53 à 65
- Chavy, P., 2016. La planification fiscale est-elle encouragée par les actionnaires ? *Rev. Fr. Gest.* Volume 42, Numéro 260.
- Cheng, Y., Liu, Y., Chien, C., 2010. Capital Structure and Firm Value in China Panel Threshold Regression Analysis. *African Journal of Business Management*, 4(12), 2500- 2507.
- Chen, Y., Cyrus Chu, C. Y., 2005. Internal Control versus External Manipulation: A Model of Corporate Income Tax Evasion. *Journal of Economics* Vol. 36, No. 1), pp. 151-164
- Chen, E., Gavigous, I., 2015. The roles of book-tax conformity and tax enforcement in regulating tax reporting behaviour following IFRS adoption. *Accounting and Finance*, 57, 681–699.
- Chi, S., Pincus, M., Hong Teoh, S., 2014. Mispricing of Book-Tax Differences and the Trading Behavior of Short Sellers and Insiders. *The Accounting Review* (2014) 89 (2): 511–543.
- Chung, K. H., Jo, H., 1996. The Impact of Security Analysts' Monitoring and Marketing Function on the Market Value of Firms. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 31 (1996), 493- 512.
- Chyz, J. A., White, S. D., 2014. The association between agency conflict and tax avoidance: A direct approach. *Advances in Taxation*, 21, 107–138.
- Cole, A., Mehrand, H., 1998. The effect of changes in ownership structure on performance: Evidence from the thrift industry. *Journal of Financial Economics* Volume 50, Issue 3, Pages 291-317
- Crocker, K. J., Slemrod J., 2005. Corporate tax evasion with agency costs. *Journal of Public Economics*, vol. 89, pp. 1593–1610.
- Crosos, R., Gneezy, U., 2009. Gender differences in preferences. *Journal of Economic Literature*, vol. 47, pp.448-474.
- Dalton, D., Daily, C., Johnson, J., Ellstrand, A., 1999. Number of directors and financial performance: A meta-analysis. *Academy of Management Journal*, 42:647-686.

- D'Ascenzo, M., 2010. Australia: A Good Place for Business, a Bad Place for Tax Avoidance.
- Delgado, F.J., Fernández-Rodríguez, E., Martínez-Arias, A., 2018. Corporation effective tax rates and company size: evidence from Germany. *Economic Research*, 31:1, 2081-2099.
- Dhamara, G., Violita, E.S., 2018. The Influence of Financial Distress and Independence of Board of Commissioners on Tax Aggressiveness- Proceedings of the 6th International Accounting Conference
- Desai, M. A, Dharmapala, D., 2004. Earnings management and corporate tax shelters. HBS Finance Working Paper, 17p.
- Desai, M. A., Dharmapala D., 2006. Corporate tax avoidance and high-powered incentives. *Journal of Financial Economics*, vol. 79, pp. 145–179.
- Desai, M. A., Dharmapala, D., 2009. Corporate Tax Avoidance and Firm Value. *The Review of Economics and Statistics*, vol. 91, pp. 537-546.
- Deslandes, M., Landry, S., 2011. Risque d'atteinte à la réputation, composition du conseil d'administration et agressivité fiscale. *La Revue Française de Gouvernance d'Entreprise*, n° 9, p. 23-43.
- Deslandes, M., Fortin, A., Landry, S., 2020. Audit committee characteristics and tax aggressiveness. *Managerial Auditing Journal*, Vol. 35 No. 2, pp. 272-293.
- Dhaliwal, D., Huang, S., Moser, W., Pereira, R., 2011. Corporate tax avoidance and the level and valuation of firm cash holdings. Working paper. University of Arizona
- Donaldson, L., Davis, J. H., Schoorman, F., 1997. Toward a Stewardship Theory of Management. *Academy of Management Review*, vol. 22, n° 1, p. 20-47.
- Duchin, R., Matsusaka, J., Ozbas, O., 2010. When Are Outside Directors Effective. *Journal of Financial Economics*, vol. 96, pp. 195-214.
- Dyreng, S. D., Hanlon, M., Maydew, E.L., 2008. Long-Run corporate tax avoidance. *The Accounting Review*, 85, 61–82.
- Dyreng, S., Hanlon M, Maydew E., 2010. The effects of executives on corporate tax avoidance. *The Accounting Review*, vol. 85, pp. 1163-1189.
- Elage, A. & Mard, Y. (2018). Code de gouvernance et gestion des résultats comptables : le cas des sociétés françaises cotées. *Comptabilité Contrôle Audit*, 24, 113-147.
- Erhardt, N. L., Werbel, J. D., Shrader, C. B., 2003. Board of directors' diversity and firm financial performance. *Corporate Governance: An International Review*, vol. 11, pp. 102-111.
- Erle, B., 2008. Tax risk management and board responsibility. In W. Schön (Ed), *Tax and Corporate Governance*, Berlin Heidelberg, Springer-Verlag, pp. 205-220.
- Faleye, O., Hoitash, R., Hoitash, U., 2011. The costs of intense board monitoring. *J. Financ. Econ.* 101, 160–181.
- Fama, E., Jensen, M., 1983. Separation of ownership and control. *Journal of Law and Economics*, 27, 301–325.
- Fama, E., 1980. Agency problems and the theory of the firm. *Journal of Political Economy*, n°88.

Farag H., et Mallin C., (2017). Monitoring corporate boards: Evidence from China. *The European Journal of Finance*, vol (6), pages 524-549.

Fernández-Gago, R., Cabeza-García, L., Mariano, N., 2018. Independent directors' background and CSR disclosure. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*.

Forbes, D. P., Milliken, F. J., 1999. Cognition and corporate governance: Understanding boards of directors as strategic decision-making groups. *Academy of Management Review*, 24, 489–505.

Frank, M., Lynch L., Rego S., 2009. Tax reporting aggressiveness and its relation to aggressive financial reporting. *The Accounting Review*, vol. 84, pp. 467-496

Garcia-Blandon, J., Argilès-Bosch, M., Ravenda, D., Castillo-Merino, D., 2022. Board gender quotas, female directors and corporate tax aggressiveness: A causal approach. *International Review of Financial Analysis*, Volume 79.

Godard, L., 1998. Les déterminants du choix entre le conseil d'administration et le conseil de surveillance. *Finance Contrôle Stratégie*, Vol. 1, n°4, p. 39-61.

Godard, L., Shatt, A., 2005. Caractéristiques et fonctionnement des d'administration français : Un état des lieux. *Cahier du FARGO*, n° 104020.

Graham, R., Tucker, A.L., 2006. Tax shelters and corporate debt policy. *Journal of Financial Economics*

Guedrib, M., Rossignol, J.L, Omri, M.A., 2015. Tax Risk and Internal Governance Mechanisms: An Empirical Analysis in Tunisian Context. *Global Review of Accounting and Finance* Vol. 6. No. 1.

Guenther, D.A., Matsunaga, S.R., Williams, B.M., 2017. Is tax avoidance related to firm risk. *Accounting review*, n°92, 115-136.

Gul, F.A., Krishnamurti, C., Shams, S., Chowdhury, H., 2020. Corporate social responsibility, overconfident CEOs and empire building: Agency and stakeholders' theoretic perspective. *Journal of Business Research*.

Gupta, S., Newberry K., 1997. Determinants of the variability in corporate effective tax rates: evidence from longitudinal data. *Journal of Accounting and Public Policy*, vol. 16, pp. 1-34.

Hair, J.F., Black, W.C., Babin, B.J., Anderson, R. E., Tatham, R. L., 2006. *Multivariate data analysis* (6th ed.). Upper Saddle River, NJ: Pearson Prentice-Hall.

Halioui, K., Neifar, S., Abdelaziz, F. B., 2016. Corporate governance, CEO compensation and tax aggressiveness: Evidence from American firms listed on the NASDAQ100. *Review of Accounting and Finance*, 15, 445–462.

Hasan, M. M., Lobo, G. J., Qiu, B., 2021. Organizational capital, corporate tax avoidance, and firm value. *Journal of Corporate Finance*, 70, 102050

Han, S., Nanda, V.K., Silveri, S., 2016. CEO power and firm performance under pressure. *Finan. Manage.* 45, 369-400.

Hanlon, M., Mills L. et Slemrod J., 2005. An empirical examination of corporate tax non-compliance. *Ross School of Business Paper* n°1025.

Hanlon, M., Heitzman, S., 2010. A review of tax research. *Journal of Accounting and Economics*, vol. 50, pp. 127-178.

Hill, M. D., Kubick, T. R., Lockhart, G. B., Wan, H., 2013. The effectiveness and valuation of political tax minimization. *Journal of Banking & Finance*, 37, 2836–2849.

Hoi, C.K., Wu, Q., Zhang, H., 2013. Is corporate social responsibility (CSR) associated with tax avoidance? Evidence from irresponsible CSR activities. *Account. Rev.* 88, 2025- 2059.

Hollandts X., Borodak D., et Tichit D., (2018). La dynamique de changement des formes de gouvernance : le cas français 2000-2014. *Revue Finance Contrôle Stratégie*, vol. 21(3), pages 129-158.

Hoopes, J. L., Mescall, D., Pittman, J. A., 2012. Do IRS audits deter corporate tax avoidance? *The Accounting Review*, 87, 1603–1639.

Hsu, P.H., Moore, J. A., Neubaum, D. O., 2018. Tax avoidance, financial experts on the audit committee, and business strategy. *Journal of Business Finance and Accounting*, 45, 1293–1321.

Inger, K. K., 2014. Relative valuation of alternative methods of tax avoidance. *Journal of American Taxation Association*, 36(1), 27e55.

Jeanjean, T., 2002. Gestion du résultat : Mesure et démesure. *Technologie et management de l'information : enjeux et impacts dans la comptabilité, le contrôle et l'audit.*

Jensen, M.C., Meckling, W.H., 1976. Theory of the firm: Managerial behaviour Agency Costs and Owhership structure. *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, pp. 305-360.

José García Martín C., et Herrero B., (2018). Boards of directors: composition and effects on the performance of the firm. *Economic Research*. 31:1, 1015-1041,

Kesner, I. F., 2017. Directors' characteristics and committee membership: An investigation of type, occupation, tenure, and gender. *Academy of Management Journal*, 31(1), 66e84.

Kim, J. H., Im, C. C., 2017. The Study on The Effect and Determinants of Small - And Medium-Sized Entities Conducting Tax Avoidance. *Journal of Applied Business Research (JABR)*, 33(2), 375–390.

Klein, A., 2002. Audit committee, board of director characteristics, and earnings management. *Journal of Accounting and Economics*, vol. 33, pp. 375-400.

Kovermann, J., Velte, P., 2019. The impact of corporate governance on corporate tax avoidance—A literature review. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation Volume 36*

Kubick, T., Masli, A., 2016. Firm-level tournament incentives and corporate tax aggressiveness. *Journal of Accounting and Public Policy*, 35, 66–83.

Kubick, T. R., Lockhart, G. B., 2017. Overconfidence, CEO awards, and corporate tax aggressiveness. *Journal of Business Finance & Accounting*, 44, 728–754.

Lanis, R., Richardson, G., Taylor, G., 2017. Board of Director Gender and Corporate Tax Aggressiveness: An Empirical Analysis. *J Bus Ethics* 144, 577–596

Lanis R, Richardson G., 2018. Outside Directors, Corporate Social Responsibility Performance, and Corporate Tax Aggressiveness: An Empirical Analysis. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*.

Lanis, R., Richardson G., 2011. The effect of board of director composition on corporate tax aggressiveness. *Journal of Accounting and Public Policy*, vol. 30, n°1, pp.50-70.

Lanis, R., Richardson G., 2012. Corporate social responsibility and tax aggressiveness: An empirical analysis. *Journal of Accounting and Public Policy*, vol. 31, pp.86-108.

Lennox, C., Lisowsky, P., Pittman, J., 2013. Tax aggressiveness and accounting fraud. *Journal of Accounting Research*, 51, 739–778.

Lietz, G., 2013. Tax Avoidance vs. Tax Aggressiveness. A Unifying Conceptual Framework. Working Paper, University of Münster.

Lind, J. T., & Mehlum, H. (2010). With or Without U? The Appropriate Test for a U-Shaped Relationship*. *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, 72(1), 109-118

Maati, J., Maati-Sauvez, C., 2017. L'hétérogénéité des administrateurs des entreprises cotées en France : influence de la complexité de la firme et de la latitude managériale et conséquences sur la performance financière. *Finance Contrôle Stratégie*.

Makadok, R., 2001. Toward a synthesis of the resource-based and dynamic capability views of rent creation. *Strategic Management Journal*, 22(5), 387-401.

Mard Y., Marsat S., Roux F., 2014. Structure de l'actionnariat et performance financière de l'entreprise : le cas Français. *Finance Contrôle Stratégie*

McClure, R., Lanis, R., Wells, P., Govendir, B., 2018. The impact of dividend imputation on corporate tax avoidance: The case of shareholder value. *Journal of Corporate Finance*, 48, 492–514.

McGuire, S., Omer, T., Wang, D., 2012. Tax avoidance: Does tax-specific industry expertise make a difference? *The Accounting Review*, 87, 975–1003

McGuire, S. T., Wang, D., Wilson, R. J., 2014. Dual class ownership and tax avoidance. *The Accounting Review*, 89, 1487–1516.

Mills, L. F., 1998. Book-Tax Differences and Internal Revenue Service Adjustments. *Journal Of Accounting Research* 36 (2): 343

Minnick, K., Noga T., 2010. Do corporate governance characteristics influence tax management. *Journal of corporate finance*, vol.16, pp.703-718.

Nielsen, S., Huse, M., 2010. The Contribution of Women on Boards of Directors: Going beyond the Surface. *Corporate Governance: An International Review*, Volume 18, Issue 2 p. 136-148

Olsen, K., Stekelberg, J., 2016. CEO narcissism and corporate tax sheltering. *The Journal of the American Taxation Association*, 38(1), 1–22.

Penrose, E., 1959. *The Theory of the Growth of the Firm*. Oxford University Press.

Platikanova, P., 2017. Debt maturity and tax avoidance. *Eur. Account. Rev.* 26, 97-124.

Powers, K., Robinson, J., Stomberg, B., 2016. How do CEO incentives affect corporate tax planning and financial reporting of income taxes. *Review of Accounting Studies*, 21, 672–710.

Raheja, C.G., 2005. Determinants of board size and composition: a theory of corporate boards. *J Financ Quant Anal* 40(2):283–306

Rego, S., Wilson, R., 2012. Equity risk incentives and corporate tax aggressiveness. *Journal of Accounting Research*, 50, 775–810.

Rossignol, J.L., 2003. *La Revue des Sciences de Gestion : Direction et Gestion*. Vol. 38, N° 201-202 ;

Ribeiro, A., Cerqueira, A., Brandao, E., 2015. The Determinants of Effective Tax Rates: Firms Characteristics and Corporate Governance. *FEP Working Papers*, University of Porto.

Richardson, G., Taylor, G., Lanis, R., 2013. The impact of board of director oversight characteristics on corporate tax aggressiveness: An empirical analysis. *Journal of Accounting and Public Policy*, 32.

- Richardson, G., Lanis, R., Taylor, G., 2015. Financial distress, outside directors and corporate tax aggressiveness spanning the global financial crisis: An empirical analysis. *Journal of Banking & Finance*, 52, 112–129.
- Richardson, G., Taylor, G., Lanis, R., 2016. Women on the board of directors and corporate tax aggressiveness in Australia: An empirical analysis. *Accounting Research Journal*, 29, 313– 331.
- Richardson, G., Lanis, R., 2011. Corporate Social Responsibility and Tax Aggressiveness. American Accounting Association Annual Meeting - Tax Concurrent Sessions
- Scholes, M., Wolfson M., Erickson M., Maydew E., Shevlin T., 2005. *Taxes and Business Strategy: A Planning Approach*, 3e édition, Pearson Prentice Hall, Upper Saddle River, NJ.
- Shams, S., Bose, S., Gunasekarage, A., 2022. Does Corporate Tax Avoidance Promote Managerial Empire Building. *Journal of Contemporary Accounting & Economics*. 18(1): 1-27.
- Slemrod, J., 2004. The economics of corporate tax selfishness. *National Tax Journal*, 57(4), 877e899.
- Sundaramurthy, C., Lewis, M., 2003. Control and collaboration: Paradoxes of governance. *Academy of Management Review*, 28: 397-415.
- Thomas, J., Zhang, F., 2014. Valuation of tax expense. *Rev Account Stud* 19, 1436–1467
- Tobin, J., 1969. A General Equilibrium Approach to Monetary Theory. *Journal of Money, Credit and Banking*, 1(1), 15–29.
- Vafeas, N., 1999. Board meeting frequency and firm performance, *Journal of Financial Economics*, 53, (1), 113-142
- Wang, X., 2011. Tax avoidance, corporate transparency and firm value. American accounting association annual Meeting Tax concurrent sessions.
- Wen, W., CuiaYun Keb, H., 2020. Directors with foreign experience and corporate tax avoidance. *Journal of Corporate Finance* Volume 62.
- Wilde, J. H., Wilson, R. J., 2018. Perspectives on corporate tax planning: Observations from the past decade. *The Journal of the American Taxation Association*, 40(2), 63–81.
- Xian, C., Fang, S., Zhang, Y., 2015. Book-tax differences: Are they affected by equity-based compensation? *Accounting Research Journal*, 28, 300–318.
- Yang, J. S., Krishnan, J., 2005. Audit committees and quarterly earnings management. *International Journal of Auditing*, 9(3), 201e219.
- Yermack, D., 2004. Remuneration, Retention, and Reputation Incentives for Outside Directors; *The Journal of Finance* Volume 59, Issue 5 p. 2281-2308
- Yermack, D., 1996. Higher market valuation of companies with a small board of directors. *Journal Financial Economics*. 40, 185–211.
- Zahra, S. A., Pearce, J. A., 1989. Boards of directors and corporate financial performance: A review and integrative model. *Journal of Management*, 15, 291–334.
- Zimmerman, J. L. (1983), "Taxes and firm size", *Journal of Accounting and Economics*, vol. 5, pp. 119–149.

ANNEXE A : Matrice des corrélations

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20
1. ACTIFS	1																			
2. DETTES	0.098*	1																		
3. INTER.CA	0.155***	-0.034	1																	
4. EVOL.CA	-0.083	-0.025	-0.044	1																
5. PARTI.DIRIG	-0.199***	-0.173***	-0.011	0.073	1															
6. FCF	-0.114**	-0.274***	0.112**	-0.159***	0.008	1														
7. HONORAIRES	-0.125**	-0.036	0.017	0.056	0.103*	-0.052	1													
8. AGE	0.202***	-0.162***	0.018	-0.097*	0.052	0.057	-0.077	1												
9. TIE	0.021	0.021	-0.029	0.023	-0.029	0.029	-0.061	0.012	1											
10. TIR	0.007	0.075	-0.054	0.058	-0.029	-0.176***	0.086*	-0.045	0.067	1										
11. BTO	0.021	0.016	-0.034	0.033	-0.020	0.027	-0.057	0.003	0.990***	0.089*	1									
12. M/B	-0.048	-0.135**	0.107*	0.124**	-0.014	0.393***	-0.106*	0.118**	-0.005	-0.099*	0.002	1								
13. Q	-0.067	-0.343***	0.078	0.010	-0.029	0.317***	0.05	0.0393	0.049	-0.057	0.052	0.479***	1							
14. ROA	-0.153***	-0.422***	0.028	0.118**	0.134**	0.495***	-0.050	0.00104	-0.010	-0.151***	0.013	0.491***	0.445***	1						
15. RETURNS	-0.129**	-0.200***	-0.028	0.357***	0.087*	0.093*	0.064	-0.057	-0.090*	0.044	-0.079	0.257***	0.280***	0.243***	1					
16. PDG	0.136**	-0.035	-0.040	0.073	0.095*	-0.071	0.105*	0.076	-0.021	0.022	-0.006	-0.019	0.051	-0.056	0.098*	1				
17. TAILLE.CA	0.427***	0.177***	0.205***	-0.101*	-0.336***	-0.016	-0.295***	0.285***	0.092*	-0.037	0.092*	0.079	0.002	-0.138**	-0.104*	-0.027	1			
18. INDEP.CA	0.227***	0.225***	0.285***	-0.042	-0.177***	-0.001	-0.033	-0.048	0.029	-0.027	0.027	-0.058	-0.082	-0.140**	-0.113**	-0.001	0.177***	1		
19. FEMMES.CA	0.130**	0.153***	0.049	-0.123**	-0.141**	0.096*	-0.110*	0.123**	0.053	-0.103*	0.044	0.018	-0.080	-0.010	-0.184***	-0.043	0.282***	0.217***	1	
20. TAILLEAUDIT	0.185***	0.198***	0.158***	-0.077	-0.197***	-0.023	-0.227***	0.089*	0.140**	-0.040	0.130**	0.079	-0.021	-0.076	-0.306***	-0.072	0.374***	0.178***	0.198***	1
21. INDEPAUDIT	0.149***	0.209***	0.099*	-0.123**	-0.131**	0.032	-0.120**	0.055	0.116**	-0.025	0.120**	0.004	-0.077	-0.112**	-0.297***	0.056	0.235***	0.311***	0.200***	0.474***

* p<0.05, ** p<0.01, *** p<0.001

Le tableau présente les coefficients de corrélation entre les variables mobilisées. La performance a été mesurée à partir des variables Q (Tobin's Q), ROA, RETURNS (rendements boursiers) et M/B (Market to Book). Au niveau des principales variables étudiées, il y a le taux effectif d'impôt, le taux réel d'imposition, et le book-tax différences. Les variables liées au CA sont la taille du CA, le niveau d'indépendance, la présence d'un PDG, la proportion de femmes, la taille du comité d'audit, et le niveau d'indépendance du comité d'audit. Les variables de contrôle sont le total actifs, le niveau d'endettement, le niveau de flux de trésorerie disponible, le taux d'évolution du chiffre d'affaires, la proportion de chiffre d'affaires réalisé à l'étranger, la propriété managériale, le montant des honoraires, mais aussi l'âge de la société.

**CHAPITRE IV : THE EFFECTS OF BOARD CULTURAL DIVERSITY ON
ESG AND FINANCIAL PERFORMANCE : CAC40 vs OMX30**

CHAPITRE IV : The effects of board cultural diversity on ESG and financial performance : CAC40 vs OMX30

Abstract

In the field of corporate governance, board diversity and ESG/CSR performance are two important issues that need further empirical investigation. This article examines the relationship between board cultural diversity and ESG (or financial) performance through a comparative analysis of France and Sweden, two leading countries in terms of ESG performance. First, a comparative

analysis of the French and Swedish cultures is carried out to highlight the similarities, but more importantly, the cultural differences. Secondly, the impact of cultural diversity on the performance of French and Swedish companies is estimated using a multiple linear regression model and Hofstede's framework (2011). The sample is based on listed companies included in the French CAC-40 index and the Swedish OMX-30 index over the period 2018-2022. Finally, we exploit the results and conclude that national culture (France versus Sweden) has a significant moderating effect on the relationship between board cultural diversity and performance, particularly ESG/CSR performance.

Cultural diversity can be described as a double-edged sword, as it brings opportunities and new skills, but also conflicts and internal difficulties. We find that cultural diversity has a negative effect on Swedish boards due to a homogeneous and very consensual culture. On the other hand, it has a more positive effect on French boards due to a heterogeneous and more conflictual culture. This article contributes to the existing literature by providing empirical evidence that the effect of board cultural diversity is complex to capture and requires a real knowledge of the national culture. The comparative approach between France and Sweden is a relevant example that illustrates the challenges of cultural diversity in the board of directors and the consequences for the performance, especially ESG performance.

Key words: Corporate social responsibility, ESG, Board of directors, diversity, culture, Hofstede.

Résumé

En gouvernance d'entreprise, la diversité du conseil d'administration et la performance ESG/CSR sont deux sujets importants qui méritent d'être étudiés empiriquement de manière plus approfondie. Cet article se propose d'étudier la relation entre la diversité culturelle des conseils d'administration et la performance ESG et financière par le biais d'une analyse comparative entre la France et la Suède, deux pays européens leaders en termes de performance ESG. Tout d'abord, une analyse comparative des cultures française et suédoise est réalisée afin de mettre en évidence les similitudes, mais surtout les différences culturelles. Deuxièmement, l'impact de la diversité culturelle sur la performance des entreprises françaises et suédoises est évalué à l'aide d'un modèle de régression linéaire multiple et du modèle de Hofstede (2011). L'échantillon est basé sur les sociétés cotées de l'indice français CAC-40 et de l'indice suédois OMX-30 sur la période 2018-2022. Enfin, nous exploitons les résultats et concluons que la culture nationale (France versus Suède) a un effet modérateur significatif sur la relation entre la diversité culturelle du conseil d'administration et la performance, en particulier la performance ESG/CSR.

La diversité culturelle peut ainsi être considérée comme une épée à double tranchant, car elle apporte des opportunités et de nouvelles compétences, mais génère aussi des conflits et des difficultés internes. Nous constatons que la diversité culturelle a un effet négatif sur les conseils d'administration suédois en raison d'une culture homogène et très consensuelle. En revanche, celle-ci a un effet plus positif sur les conseils d'administration français en raison d'une culture hétérogène et plus conflictuelle.

Cet article contribue à la littérature existante en apportant des preuves empiriques que l'effet de la diversité culturelle des conseils d'administration est complexe à appréhender, étant donné qu'il nécessite une réelle connaissance de la culture nationale. L'approche comparative entre la France et la Suède est un exemple pertinent qui illustre les défis de la diversité culturelle au sein du conseil d'administration et les conséquences sur la performance, en particulier la performance ESG.

Mots-clés : RSE, performance, conseil d'administration, diversité, culture, Hofstede.

Introduction

Today, interculturality is an obvious subject to observe our global economy, in multinational firms and in developed countries around the world. The word “interculturality” encompasses “dynamic and evolving relationships between groups that include exchange and dialogue” (UNESCO, 2006). The question that really needs to be answered is how to manage interculturality, how to create a context, an environment and a climate that would both benefits from interculturality and limits its possible negative effects. At the micro-economics level, companies and managers need to manage interculturality in such a way that it brings new opportunities and competences, and in fine creates values and enhances performance. In corporate governance, the term “cultural diversity” (or cultural heterogeneity) is preferred to “interculturality” because it is a more measurable and precise concept. Cultural diversity is a real interest that can be studied from different perspectives including shareholders, directors, and managers. Diversity in corporate governance has been studied from a gender, education, or professional perspective, but there are few studies on the impact of cultural diversity. Regarding the board of directors, we can refer to Rao et Tilt (2016) and Frijns et al. (2016) as the first reference articles on the effects of cultural diversity on board performance, although some researchers early raised awareness on how culture could be a determinant of a board’s performance (Forbes et Milliken, 1999).

To study the effects of board cultural diversity, we need to follow three steps as we propose in this article. First, we examine how national culture could exert a strong influence on the development of a country’s institutions and policies (Witt et Redding, 2009; La Porta et al.,2008), on the firm’s strategic decisions (Anderson et al., 2009), and on directors’ decisions (Pan et al., 2017). It is important to consider how national culture conditions corporate governance decisions, the lack of consideration for culture is probably one of the main methodological limitations to many empirical studies (Lubatkin et al., 2005).

Second, we use the existing literature on board diversity to highlight possible positive and negative effects on board performance. On the one hand, cultural diversity can be beneficial if we consider the possible new resources and competencies, the openness to

new ideas or opportunities, or the stimulation of debates (Ferreira, 2010; Masulis et al., 2012, Dodd et al., 2019). On the other hand, cultural diversity can be associated with friction, conflict, barriers, and communication problems (Frijns et al., 2016; Anderson et al., 2011; Lim et al., 2016).

Third, we link board cultural diversity to ESG and financial performance through the strategic role of the board (Freeman et al., 2010; Garner et al., 2017). We draw on theories such as resource-based view theory (Penrose, 1959; Porter, 1985), stakeholder's theory (Freeman, 1984), human capital theory (Becker, 1964; Hillman et al., 2002), and upper echelons theory (Hambrick and Mason, 1984; Rindova, 1999). These theories postulate that directors bring resources and skills to the boardroom that can positively contribute to board performance and create competitive advantage for the firm. Cultural diversity can, therefore, be a possible strength, a potential asset for the boardroom, under the condition that the positive effects of diversity outweigh the negative ones.

Concerning firm performance, we first focus on ESG performance that is a current strategic issue (Gillan et al., 2021) which stands for Environmental Social and Governance. According to Bloomberg, ESG assets surpassed 41 trillion USD in 2022⁶ and it is therefore important to investigate to what extent and under what circumstances board cultural diversity affects ESG performance. In addition, we also consider financial performance as it is complementary to ESG issues. We refer to stakeholder theories (Freeman, 1984), which highlight the need for firms to create value for both stakeholders and shareholders and rely on empirical studies that show a significant relationship between ESG performance and financial performance (Friede et al. 2015; El Ghouli et al. 2016; Albuquerque et al. 2019).

In this article, we propose to study the relationship between board cultural diversity and ESG or financial performance based on a comparison between France and Sweden. We use the nationalities of directors in the largest French and Swedish listed firms to construct a measure of national board culture (Frijns et al., 2016), and we develop regression models to test three hypotheses, all of which are validated. Our sample consists of 35 French firms

⁶ <https://www.bloomberg.com/company/press/esg-may-surpass-41-trillion-assets-in-2022-but-not-without-challenges-finds-bloomberg-intelligence/>

from the CAC40 index and 22 Swedish firms from the OMX30 index observed over a five-year period, from 2018 to 2022.

Our results first show that board cultural diversity tends to have a negative impact on ESG performance for Swedish firms, while its impact is non-significant for French firms. Then, we observe that board cultural diversity has a positive impact on financial performance for French firms, while its impact is non-significant for Swedish firms. Even though France and Sweden are two stakeholders 'oriented countries and among top leaders concerning ESG performance, it seems that Swedish firms suffer more from cultural diversity than French firms due to their "consensus culture". It confirms the idea that national culture plays a moderating role in the relationship between cultural diversity and ESG or financial performance, confirming findings such as Shi et Veenstra (2021).

Despite some methodological limitations due to a small sample size, we contribute to the existing literature by highlighting the importance of considering the national culture of firms and directors in empirical studies, and the need to manage cultural diversity in the boardroom. Cultural diversity is not inherently good or bad by nature, but firms and managers must work to create an appropriate context in which the positive effects of cultural diversity outweigh the negative ones. Our study also encourages further cross-country studies to observe differences between national cultures and to provide precise management recommendations to firms.

1. Literature review

1.1 National culture

Culture is a very broad concept in social and human sciences, encompassing values, norms, beliefs, history, institutions, practices, communication, ways of thinking...etc. shared by members of a group. Baldwin et al (2006) highlighted about 300 definitions of culture, but in corporate finance many papers refer to Hofstede's (2001) work to define culture as "the collective programming of the mind that distinguishes the members of a group or category of people from others". Hofstede (2001) explained that culture is intrinsic to a person, transmitted from parents to children, difficult to change, and that some cultural aspects are not public or obvious.

Amongst the different levels of culture, national culture is very important because it influences the development of a country's institutions and policies (Witt and Redding, 2009), which is vital for the development of companies. Indeed, national culture conditions the environment of the country in which firms grow, for example, in limiting the legal framework (Porta et al., 1998), financing options (Pan et al., 2017) and access to resources (Redding, 2005). National cultural values influence firms and are transmitted to firms both by founders and managers (Pan et al., 2017) and by institutions that embed national values (La Porta et al., 2008). Since this article focuses on two national cultures, French and Swedish, it is necessary to justify that choice and present a cultural comparison of these two countries based on aspects that may influence corporate governance.

In 1998, La Porta et al. (1998) presented a reference article explaining, amongst other things, how a legal system conditions the financial rights of shareholders and creditors. They argued that French civil law countries offer the weakest protection to both shareholders and creditors, while Scandinavian and German civil law countries fall between common law countries (best protection) and French civil law. The main explanation given is that property is highly concentrated in French civil law countries. In this article, the researchers also pointed out that Scandinavian countries had the highest scores for the efficiency of the judicial system, the rule of law, corruption and the risk of expropriation or contract repudiation, while French countries had the lowest scores. In

addition, Scandinavian countries had the highest quality of accounting, while French countries had the lowest.

More recently, Anderson et al (2009) highlighted the importance of considering and analysing a firm's corporate structure and decisions in the context of the host country's financial structure and legal system. In other words, they recommended paying more attention to national culture when studying corporate governance mechanisms, and they underlined that to be efficient, corporate governance choices should be appropriate to the context and information needs of their host country. According to Anderson et al.'s (2009) classification (see Appendix A), Sweden and France both have civil law (as opposed to common law) legal systems, but their financial structures are different, being respectively market-oriented and bank-oriented. They examined the relationship between corporate governance scores and Tobin's Q for 22 countries over the period 2003-2006. They found that corporate governance scores were higher for firms operating within a market-oriented financial structure, where information asymmetry between capital providers and managers is important (Sweden), compared to a bank-oriented financial structure (France), where banks continue to extract information from the borrower. Regarding the legal system, they found that corporate governance scores were higher for firms operating under the common law system than in the civil law system due to the high or low enforceability of implicit contracts protecting shareholders.

Subsequently, Lubatkin et al. (2005) explored the evolution of corporate governance in the USA, Sweden and France, explained which values and norms have shaped their national institutions, and showed that the basic assumptions of the agency theory model are sometimes at odds with French or Swedish national cultural values (Jonnegård and Laisson-Olaison, 2016).

The authors present Sweden as an ethnically and culturally homogeneous population, with a historically strong state and low power distance values. Swedish national values are equality, collectivism, cooperation, decision-making according to consensus, solidarity, respect and responsibility. The classic agency theory assumptions of markets and hierarchy dichotomies, principals and agents, and individualistic opportunism do not describe the Swedish context well. Stewardship theory may be more applicable to Sweden

(Davis et al. 1997), with its assumption of trust between stakeholders and weak constraints on managers' recommendations.

They present France as a more heterogeneous country, shaped by Catholic beliefs and its hierarchy of authority and centralised decision-making. Today, however, French institutions combine these Catholic values with egalitarianism. In France, a small circle of social elites, the concept of "corps" and professional networks, dominate the economy and regulate business leaders with the threat of exclusion. These "corps" represent the collective good and try to protect their own interests, using their own collective and opportunistic logic. There are strong social barriers separating off "elite of the nation", top managers, middle managers and so on. As in Sweden, French managers face relatively few institutional constraints, in comparison to the USA. However, it has been observed that French managers may pursue an "entrenchment strategy" (Charreaux, 1996), which does not necessarily pose an agency problem as shareholders and CEOs belong to the same "grand corps". Finally, the state plays an important economic role and top politicians often belong to social elites as business leaders. The researchers point out that the logic of the "corps" and the influence of Catholic values in France are crucial when analysing agency problems and corporate governance mechanisms.

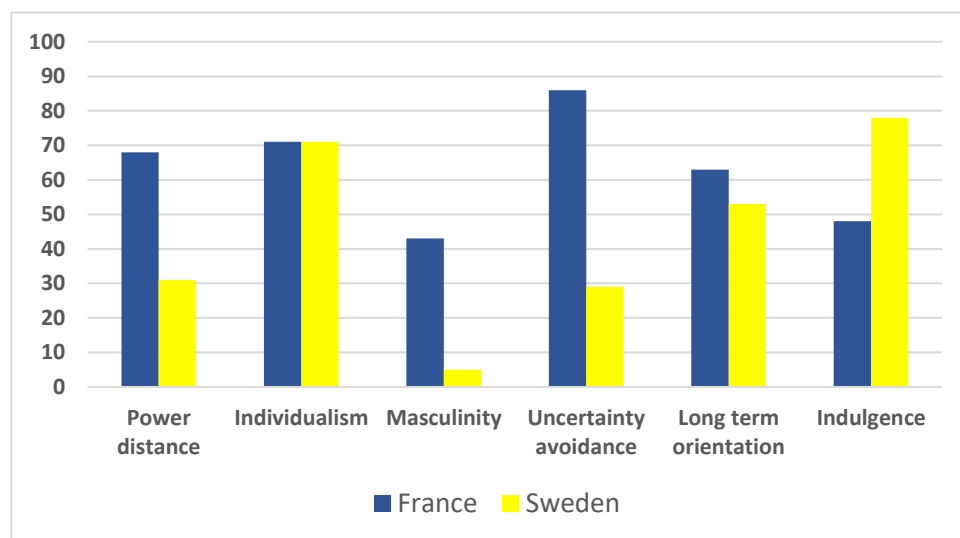
Four models are particularly used to analyse and compare national cultural values: Hofstede's dimensions model (Hofstede, 2001; Hofstede et al., 2011), the human values model (Schwartz, 1994), the World Values Survey model (Inglehart, 2014) and the Globe model (House et al., 2004). Hofstede's model is the most widely used in management studies due to its very large empirical validation and limited number of dimensions (Karolyi, 2016). Hofstede's model (2011) consists of six dimensions, which are used as a framework to understand and compare differences between countries. These six dimensions, scored from 0 to 100, are "power distance", which indicates a level of inequality in a society, "uncertainty avoidance", which measures its tolerance for ambiguity and unexpected situations, "individualism" (versus "collectivism"), which indicates its emphasis on ties between individuals and group membership, "masculinity" (versus 'femininity'), which refers to the extent to which it embraces masculine values such as assertiveness and competitiveness (versus modesty and nurturing values for women), 'long-term orientation' (versus 'short-term orientation'), which sees adaptation and

pragmatic problem-solving as a necessity and traditions as an obstacle, and finally 'indulgence' (versus 'restraint'), which describes a society that values the individual's happiness and well-being through freedom and personal control.

See Annex B for more information on these six dimensions.

According to Hofstede's (2011) model, French and Swedish national cultures are both of individualistic society (same score: 71), meaning that individuals are expected to take care of themselves and their families. They scored 63 and 53 respectively on the 'long-term orientation' dimension, reflecting a slight preference for pragmatism and the ability to adapt to situations and contexts. More interestingly, French and Swedish national cultures scored significantly differently on the other dimensions (see Figure 1). France can be described as an individualist and feminist country with a high-power distance, a rather long-term orientation and a high avoidance uncertainty. Sweden can be qualified as an individualistic and very feminist country with low power distance, low avoidance uncertainty and high indulgence.

Figure 1: France vs Sweden according to Hofstede's framework (2011)



To conclude this section, national culture is worth studying for three main reasons: First, even today, there are significant cultural differences between countries. Second, national culture strongly influences a lot how individuals perceive, analyse, and interpret information, how they make decisions and even how they communicate with other individuals (Maznevski, 1994; Schwartz, 2012; Giavazzi et al., 2014). Third, after decades

of globalisation, countries, groups, and organisations are now often composed of individuals from different national cultures (natives and foreigners), making multiculturalism, interculturalism and acculturation three interesting issues to study. We propose a summary of the cultural comparison between France and Sweden in table 1 below.

The aim of this part was to explain the reasons why a comparison between France and Sweden might be interesting. We have shown some similarities between these two developed European countries, but above all some differences in terms of national culture's dimensions (Hofstede's model) and values, or financial structure and corporate governance issues, which may affect the relationship between board cultural diversity and performance.

Table 1: Summary of Sweden and France comparison:

	FRANCE	SWEDEN
	La Porta et al. (1998)	
Legal system and protection	French-civil-law: weakest protection for shareholders and creditors financials rights, but concentrated ownership.	Scandinavian-civil-law: medium protection for shareholders and creditors financials rights
Legal system efficiency	Lowest efficiency	Highest efficiency
Quality of accounting	Weakest quality	Best quality
	Anderson et al. (2009)	
Financial structure	Bank-oriented	Market-oriented
Corporate governance scores	Low scores because of bank's demands for regular information and low enforceability of contracts	Medium scores because of information asymmetry between capital providers and managers and low enforceability of contracts
	Lubatkin et al. (2005)	
Characteristics	Quite heterogeneous population Influence of Catholic beliefs High power distance	Ethnically and culturally homogenous population Influence of Protestantism's beliefs Low power distance

National values	Egalitarianism, social class logic, respect, hierarchy, authority, power centralization, "corps" interests.	Egalitarianism, collectivism, cooperation, consensus decision-making, solidarity, respect, responsibility.
State	Strong presence both in societal and economic fields	Strong presence but not directly implied in firms
Hofstede's model (2011)		
Power distance	Score 68 Dependency to superiors, accepted inequality, centralized power, hierarchy, superiors inaccessible, formal communication	Score 31 Independency, equal rights, superiors accessible, decentralized power, consulted employees, informal and participative communication, control is disliked.
Individualism	Same score: 71 Self-caring for individuals, individuals' contracts, meritocracy France's combination of high scores on Power distance and Individualism is rather unique and, so to speak, contradictory: One explanation is that "power distance" exists but is quite rejected by individuals (insubordination, strikes, trade unions vs employers, strong distinction between work and private life)	
Masculinity	Score 43 Feminine culture: Efficient welfare system, good working conditions, quality of life. A unique characteristic: The upper-class scores feminine while the working-class scores masculine.	Score 5 Feminine culture: life/work balance, inclusive society, involvement, consensus, solidarity, moderation.
Uncertainty avoidance	Score 86 Structure, planning, preparation, stable environment, need for rules not always respected.	Score 29 Relaxed attitude, practice, deviance, changes, flexibility, innovation.
Long term orientation	Score 63 Pragmatism, context, situation, adapt traditions, perseverance, savings, investments	Score 53 Not a clear preference
Indulgence	Score 48 Less relaxed and enjoy life less than commonly assumed	Score 78 Enjoying life, having fun, desires, positive attitude, optimism, leisure time

1.2 Effects of cultural diversity on boards

A board of directors is composed of several directors who work together to ensure the control and strategic role of the board (Zahra et Pearce, 1989; Forbes et Milliken, 1999). In corporate finance literature, board culture has been captured and proxied by default through the transposition of Hofstede's national dimensions model (2001). Although there is a specific six-dimensions theoretical model for the study of organisational culture (Hofstede et al., 2011) (process-oriented versus results-oriented, job-oriented versus employee-oriented, professional versus parochial, open systems versus closed systems, tightly versus loosely controlled, and pragmatic versus normative), unfortunately very little data is available. Therefore, researchers such as Frijns et al. (2016) and Dodd et al. (2022) have considered board culture as a function of the director's national culture. In this approach, each director has his or her own national culture according to their nationality, and board culture reflects the sum of the directors' national values (Hofstede, 2001) which may differ from national culture if there are any foreign directors. As culture is intrinsic to the individual (Hofstede, 2001) and thus to directors, culture is expected to play an important role in the decisions and functioning of a board.

In corporate finance, diversity (or heterogeneity) concerns "the composition of the board and the varied combination of attributes, characteristics and expertise that individual board members bring to the board process and decision making" (Walt and Ingley, 2003, p.219). Some researchers have suggested distinguishing between observable (age, race, gender) and less observable (education, expertise) aspects of diversity (Rao and Tilt, 2016; Milliken and Martins, 1996) or between professional (education and experience) and social (gender, race, age) diversity (Anderson et al., 2011). Quite a few papers can be found on gender, independence, education, age, and expertise diversity (Adams et al., 2010; Anderson et al., 2011; White et al., 2014; Harjoto et al., 2015), but few on cultural diversity (Frijns et al., 2016). Yet, some researchers showed early on how crucial culture is in understanding the functioning of a board (Forbes and Milliken, 1999) and that cultural diversity is often described as a double-edged sword for a board (Milliken and Martins, 1996).

The literature suggests that cultural diversity is important for boards because it can have both positive and negative effects on their performance due to different cultural norms and values among directors. To be clear, cultural diversity is not the presence of foreign directors on a board. It is a deeper concept that focuses on differences in cultural values and norms. For example, cultural diversity would be low on a French board composed of 5 French directors and 5 Belgian directors, as it would be on a Swedish board made up solely of directors from Scandinavian countries. On the other hand, cultural diversity would probably be high on a French board composed of 2 French, 2 Asian, 2 American and 2 African directors.

Cultural diversity can be beneficial to boards for several reasons. A director with a foreign national culture can prove to be a valuable resource due to his communication networks, linguistic resources, greater access to resources and specific knowledge of national customs (Maznevski, 1994; Ferreira, 2010; Mas2ulis et al., 2012). Cultural diversity also provides new opinions and perception, analysis and interpretation of information in a group setting (Nederveen et al., 2013; Dodd et al., 2019). Consequently, it can improve/stimulate debates, decision-making processes, problem-solving skills, and creativity (Ferreira, 2010; Giannetti and Zhao, 2019).

However, cultural diversity is also associated with friction and problems within boards (Giannetti and Zhao, 2019). For example, a culturally diverse board may experience communication and coordination problems (Anderson et al., 2011; Lim et al., 2016), lack of cooperation and intragroup conflicts (Ferreira, 2010; Frijns et al., 2016), or distrust between directors (Bjørnskov, 2008) and increased stress levels (De Wit et al., 2012). In their socio-psychological approach, Westphal and Milton (2000) warned that social barriers due to cultural and demographic differences reduce the probability that a minority can influence a group decision. All of these possible disadvantages are sometimes difficult to identify and resolve (Kirchmeyer et al., 1992), probably because they create a vicious circle in which task-related conflicts nourish relationship conflicts, and vice versa (Simons and Peterson, 2000).

Several recent papers have suggested that environmental and firm-level characteristics may exacerbate or mitigate these effects. Some empirical results reported that complex firms (multiple business segments) and firms with a strong presence in foreign markets

benefit from diversity (Masulis et al., 2012; Anderson et al., 2011), and more specifically from cultural diversity (Frijns et al., 2016). Harjoto et al. (2015) and Dodd et al. (2019) used customer visibility and industry competition as proxies for the firm's need for CSR and found that they had a moderating effect on the relationship between cultural diversity and CSR. Furthermore, Van Knippenberg et al. (2007) and Dodd et al. (2019) showed that positive diversity beliefs among board members (as corporate culture), measured as diversity in gender, age, and independence, allow the benefits of cultural diversity to materialise.

Cultural diversity affects the cognitive and social functioning of a board, and may therefore affect its performance (Frijns et al., 2016; Nederveen et al., 2013). A board has two main roles, namely the role of monitoring and controlling managers and formulating strategy and advising managers (Zahra and Pearce, 1989; Carter et al., 2010; Faleye et al., 2011; Garner et al., 2017). The net effect of cultural diversity on board performance depends on whether the positive effects outweigh any negative ones, which also means that not all boards are equally affected (Frijns et al., 2016). The cultural diversity of boards is a complex topic that needs more empirical research to provide more evidence and to clarify some aspects of the literature (Frijns et al., 2016; Rao and Tilt, 2016).

1.3 Board cultural diversity and ESG performance

1.3.1 ESG and financial performance

In this study, our first focus is on ESG performance, which has become an integral part of corporate strategy (Gillan et al., 2021), and even more so following the COVID19 pandemic, which showed the importance of sustainability. ESG, or environmental, social and governance, is a subset of non-financial performance indicators that measure a company's sustainability practices and societal impacts using metrics that matter to investors (see Figure 2). ESG indicators or ratings have been growing rapidly due to the demands of investors and other stakeholders when evaluating a company, with ESG assets exceeding USD 41 trillion by the end of 2022, according to Bloomberg. To explain the link with CSR, we can quote Lexology: "While CSR aims to make a company accountable, ESG criteria make such companies' efforts measurable". The theoretical background is nevertheless similar, and some researchers treat CSR and ESG interchangeably (e.g., Friede

et al., 2015). In most developed countries, regulators have imposed and developed the requirement of ESG reporting in listed companies' annual reports, ranked by ESG rating agencies for investor's information.

Figure 2 : ESG considerations in investment decisions



In parallel and in addition, we also consider financial performance to be an important determinant of a company's economic sustainability. ESG and financial performance are complementary: a company needs to perform financially to thrive and ensure its sustainability, but also to better address ESG issues. To link ESG and financial performance from a theoretical perspective, we can refer to the Stakeholder Theory, developed by its author R.E. Freeman in 1984. The theory asserts that to be effective, successful, and prosperous, an organisation must satisfy not only the interests of shareholders, but also the expectations and interests of all other stakeholders. A stakeholder is an individual or group with an interest in the organisation and the outcome of its activities (such as customers, employees, capital providers, suppliers, communities, or governments). To express the need to create value for both stakeholders and shareholders, we quote Freeman et al. (2004) "How else could managers create shareholder value other than by creating products and services that customers are willing to buy, offering jobs that employees are willing to fill, building relationships with suppliers that companies are eager to have, and being good citizens in the community?" (p. 366). Even Jensen (2002), one of the classic authors of agency theory, argued that companies need to consider more stakeholder groups in order to maximise shareholder value.

Based on this stakeholder theory, empirical studies provide evidence on the relationship between ESG performance and firm value or performance. According to Friede et al. (2015)'s meta-analysis based on 2,000 studies published from the 1970s and to 2015, most studies report a non-negative or positive relationship between ESG and firm performance (Verheyden et al., 2016; Lins et al., 2017; El Ghouli et al., 2016; Flammer, 2015; Albuquerque et al., 2019). It is worth noting that country-level contingency factors may play an important role in the relationship between ESG performance and financial performance (Shi and Veenstra, 2021).

1.3.2 Effects of board cultural diversity on ESG and financial performance

Given the strategic role of board performance, some researchers have examined the effects of board cultural diversity on financial and non-financial firm performance.

Boards, as shareholders representatives, have an important ESG role to play in satisfying stakeholder interests and maximising firm value. A board must monitor the achievement of ESG objectives, assess ESG risk, integrate ESG issues into the firm's global strategy, contribute to the quality of ESG reporting, and communicate ESG information to shareholders and stakeholders. Freeman et al. (2010) explained that it is the responsibility of directors and top executives to integrate stakeholder interests into management decisions, and this implies the development of a strategy to integrate economic, environmental, social, governance and ethical issues into production (Freeman, 1984), which will contribute to long-term wealth maximisation.

Our research question is to investigate to what extent and under what circumstances board cultural diversity affects ESG performance, or financial performance. To address this question, we can build on three theories as applied to the board by Carter et al. (2010) even if resource-based theory is the main one in our study.

Firstly, we mainly mobilize the resource-based theory. It states that a firm can only thrive economically and outperform its competitors if it possesses and exploits unique and strategic resources, known as "competitive advantage" (Penrose, 1959; Barney, 1991; Porter, 1985). Firm-specific resources, tangibles and intangibles, are critical determinants for seizing opportunities, innovating, developing internationally, diversifying, attracting

investors and, above all, differentiating from and outperforming competitors. At board level, resources are highly dependent on directors' skills, experience, knowledge, qualifications, reputation, attributes, and other personal aspects (Pfeffer and Salancik, 1978). It is expected that a board's resources will help it to outperform its competitor's board in formulating the best possible strategy for the firm. In this theoretical approach, cultural diversity, as explained in the first part, could be a valuable resource for a board when it comes to addressing ESG issues. Differences in directors' values, norms, and mindsets on environmental, social and governance issues could help a board to outperform its peers by implementing better ESG practices and strategies. Stakeholder theory (Freeman, 1984) may suggest the same hypothesis at board level, as cultural diversity may mean that boards better integrate stakeholder' and customer' expectations on ESG and financial issues into the company's strategy.

Secondly, human capital theory is derived from the work of Becker (1964) and argues that an individual is a unique human being, i.e., a capital of education, experience, skills and knowledge that can be mobilised for the benefit of a firm (Terjesen et al., 2009). This theory is similar to the resource-based view, but on an individual level. On a board, each director has a unique human capital that makes them more or less qualified and competent for certain tasks and roles. In this theoretical approach, directors' human capital predicts board performance, and the group effects is rather neglected. Gender and ethnic diversity are recommended to broaden the skills and experience available on the board (Peterson et al., 2007; Terjesen et al., 2009; Hillman et al., 2002).

Thirdly, Hambrick and Mason's (1984) "upper echelons" theory attempted to explain how the characteristics (age, skills, socio-economic roots, education...) of top management teams influence the strategic decisions of the firm. The original theory has been applied to boards of directors to understand how the structural and demographic characteristics of a board could influence strategic decisions (Rindova, 1999; Jensen and Zajac, 2004; Carpenter et al., 2002). This theory of interest in the present study because it supports the idea that some directors' cultural values, such as other demographic characteristics, may influence strategic decisions and thus firm performance. The upper echelons theory encourages us, as some researchers have (Frijns et al., 2016; Pan et al., 2017, Chen et al., 2015), to study not only cultural diversity as a global indicator on a board, but also to

identify precisely which directors' cultural values, or cultural dimensions in Hofstede's model, influence ESG or financial performance the most.

Two recent papers, namely those of Dodd et al. (2019) and Harjoto et al. (2019), report a positive relationship between board cultural diversity and the socially responsible performance of USA-based companies. Harjoto et al. (2019), based on Sison's (2009) paper, added that European-origin directors are associated with higher CSP scores than North American directors due to differences in cultural values. European directors are more stakeholder oriented whilst American directors are more shareholder oriented (Sison, 2009). Regarding the effect of board cultural diversity on financial performance, results are mixed (Estélyi and Nisar (2016) and Dodd et al. (2022) both reported a positive effect on firm performance for British and Australian firms, respectively, while Frijns et al. (2016) documented a negative effect on firm performance for British firms.

1.4 Theoretical model and Hypothesis

Before presenting the hypothesis tested in this article, we propose in figure 3 a scheme that summarizes our theoretical model for the analysis of the relationship between board cultural diversity and ESG or financial performance.

Focusing on corporate social responsibility or environmental social governance, we find that Sweden is a world leader in CSR policy (McGuinness et al., 2017; Thomsen, 2016) due to its culture of stakeholder orientation, in line with CSR goals (Midttun et al., 2015). According to the Global Sustainable Competitiveness Index (GSCI), which measures countries' competitiveness based on 131 measurables grouped into 5 sub-indexes (natural capital, resource efficiency and intensity, intellectual capital, governance efficiency and social), Sweden ranks first, and France ranks eighth (for comparison, the USA ranks 30th). According to the ESG Index (ESGI), which measures risks related to the environment, human rights and health and safety based on 65 variables, Sweden ranks second and France seventeenth (the USA ranks 46th for comparison). It seems clear that both Sweden and France have very good practices in CSR and ESG: Sweden is among the leaders, while France is a serious challenger. Cai et al. (2016) and Liang and Renneboog (2017) provide evidence that a country's legal and financial characteristics and policies have a detectable impact on companies' ESG/CSR activities. Countries such as Sweden and France are more

stakeholder oriented (Botero et al., 2004; La Porta et al., 2000; Dyck et al., 2019) and therefore more aligned with ESG values. Regarding directors, it has been shown that directors from European countries, especially Scandinavian countries, and France (Liang and Renneboog, 2017), are more stakeholder' oriented and more sensitive to ESG issues than directors from the USA or elsewhere (Dyck et al., 2019; Lel and Miller, 2019; Colak et al., 2022).

Parallely, it might be interesting to compare the impact of board cultural diversity on ESG performance to its impact on financial performance. Indeed, ESG debates might generate more cognitive conflicts due to possible significant differences in directors' cultural values (cf. paragraph below) when dealing with non-financial issues, while financial performance might be a more consensual topic.

Finally, we choose to test the moderating effect of the company's national culture on the relationship between board cultural diversity and ESG or financial performance by testing French and Swedish companies separately. Given the cultural differences presented in part 1.1, we distinguish between Swedish and French firms and expect to observe that Swedish firms suffer more from the cultural diversity of their board of directors due to their consensual culture (Lubaktin et al., 2005; Hofstede's framework, 2011). How directors deal with the impact of cultural diversity on communication, relationships, understanding and functioning in the boardroom is probably influenced by the national culture of the firm's host country, i.e., conflictual culture in France versus consensual culture in Sweden.

H1.1: Board cultural diversity has a negative impact on the ESG performance of Swedish firms.

H1.2: Board cultural diversity has no negative impact on the financial performance of Swedish firms.

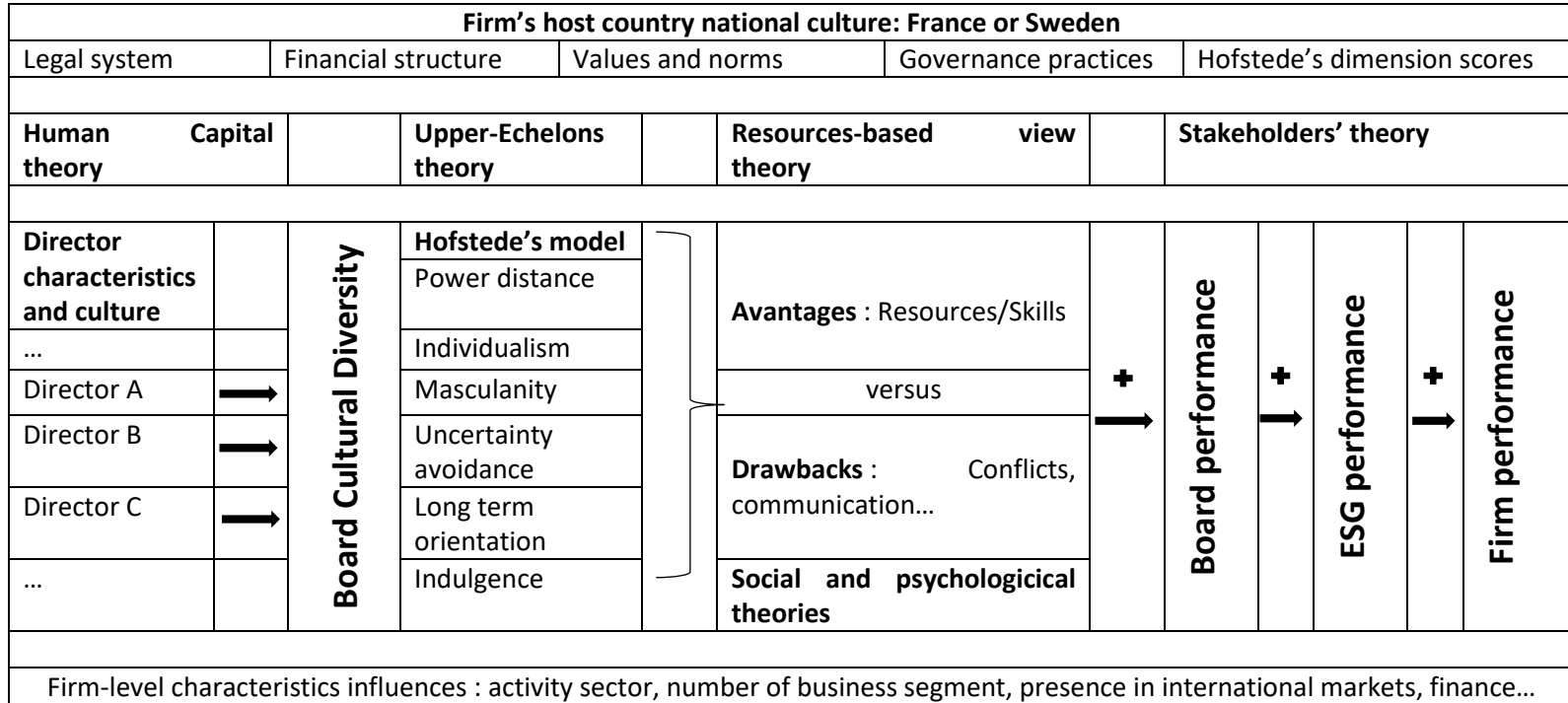
H2.1: Board cultural diversity has no negative impact on the ESG performance of French firms.

H2.2: Board cultural diversity has a positive impact on the financial performance of French firms.

H3: In conclusion, the national culture of the host country moderates the effect between board cultural diversity and firm performance.

Following the approach of Frijns et al. (2016), we also explore the idea that some cultural dimensions may be more disruptive and likely to create conflicts than others. To illustrate, we can refer to Frijns et al. (2016), who reported that individualism and masculinity are the main sources of conflict on boards and are the main variables responsible for the negative effect in the relationship between cultural diversity and firm performance. Similarly, based on Hofstede's model, other scholars have shown that cultural dimensions are salient depending on the explanatory variable (Lim et al., 2016; Pan et al., 2017; Chen et al., 2015). For example, with respect to ESG issues, Colak et al. (2022) reported that individualism, long-term orientation and indulgence are cultural dimensions that regulate most directors' decisions. It is difficult to formulate a precise hypothesis, but it is worth observing which cultural dimensions are the most significant in our models.

Figure 3: Theoretical model of our study



2. Methodology

2.1 Measuring cultural diversity

We follow the methodological approach of Frijns et al. (2016), Dodd et al. (2015), or Dodd et al. (2022) to construct our measure of board cultural diversity based on Hofstede's national culture model (2001). First, we collect the nationality of each director from annual financial reports, and Hofstede's 6 cultural scores by country. Then, we assign the six cultural dimensions to each director based on its nationality to proxy for each director's cultural values. Finally, we employ the 6 cultural scores to compute the cultural distance between each pair of directors on the board following Kogut and Singh (1988)

$$\text{Cultural distance}_{ij} = \sqrt{\sum_{k=1}^6 \left\{ \frac{(I_{ki} - I_{kj})^2}{V_k} \right\}}, \text{ given } i \neq j$$

where CD_{ij} is the cultural distance between any two directors (i, j), I_{ki} is the cultural score on dimension k for a director i , I_{kj} is the cultural score on dimension k for a director j , and V_k is the in-sample variance of the score for the specific cultural dimension.

Finally, we use the estimated cultural distance between each pair of directors on the board to compute the firm-level cultural diversity of the board.

$$BCD_{ft} = \frac{\sum_{ij} \text{Cultural distance}_{ij,ft}}{n(n-1)/2}$$

where BCD_{ft} is the measure of cultural diversity of the board of firm f in year t , and n is the number of board members. The measure of cultural diversity is scaled by the number of pairs of board members, so that the measure is normalised for the size of the board.

2.2 Models and variables

To estimate the effects of board cultural diversity on ESG performance, we employ fixed effects panel regressions as follows:

Model 1:

$$\text{ESG performance}_{it} = \alpha + \beta 1. \text{BCD}_{it} + \beta 2. \text{Foreign}_{it} + \beta 3. \text{CSRcommittee}_{it} + \beta 4. \text{Indep}_{it} + \beta 5. \text{Bsize}_{it} + \beta 6. \text{CEO}_{it} + \beta 7. \text{Assets}_{it} + \beta 8. \text{Leverage}_{it} + \beta 9. \text{SalesInter}_{it} + \beta 10. \text{PtoB}_{it} + \beta 11. \text{FreeCashFlow}_{it} + \epsilon_{it}$$

Where:

ESG performance_{it} is the performance of firm *i* in year *t*, as measured by ESG scores. ESG scores is a combined score of the company constructed on the basis of environmental, social, and corporate governance pillars. Eikon Thomson Reuters ranked ESG scores from 0 to 100 which is considered the best score to get.

BCD_{it} is the measure of board cultural diversity defined in the previous section.

Foreign_{it} is the proportion of foreign directors on the board, measure by their nationality and compared to the nationality of the firm (France or Sweden in our sample). It is a complementary measure to the cultural diversity of the board and allow us to distinguish between foreignness and cultural differences.

CSRcommittee_{it} is a dichotomous variable equal to 1 if the board is supported by a CSR committee. We include control variables in our model following Dodd et al. (2019), Frijns et al. (2016) and Harjoto et al. (2019).

Regarding board-level control variables, we control for board independence (BIndependence_{it}), board size (Bsize_{it}), and the presence of a CEO (CEO_{it}) following studies on the effect of board composition on firm performance.

With respect to firm-level control variables, we control for firm size measured with total assets (Assets_{it}), long term debt to total assets (Leverage_{it}), the share of international sales (SalesInter_{it}), free-cash flow to total assets (FreeCashFlow_{it}), and firm performance measured by the price-to-book ratio per share (PtoB_{it})

We include year fixed effects to control for time-specific factors, and industry fixed effects to control for industry-specific factors.

To estimate the effect of board cultural diversity on firm performance, we employ panel regressions with fixed effects as follows:

Model 2:

$$\text{Firm performance}_{it} = \alpha + \beta 1. \text{BCD}_{it} + \beta 2. \text{Foreign}_{it} + \beta 3. \text{Indep}_{it} + \beta 4. \text{Bsize}_{it} + \beta 5. \text{CEO}_{it} + \beta 6. \text{Assets}_{it} + \beta 7. \text{Leverage}_{it} + \beta 8. \text{SalesInter}_{it} + \beta 9. \text{PtoB}_{it} + \beta 10. \text{FreeCashFlow}_{it} + \epsilon_{it}$$

Where firm performance_{it} is the performance of firm i in year t, and measured by ROA or ROE. ROA is a variable that measures return on assets (Operating income/Assets), and ROE measures return on equity (Net income/Equities). Other variables in model 2 are defined similarly to model 1.

2.3 Sample and Data

We used a sample composed of public-listed firms from France and Sweden: firms listed on the CAC40 and OMX30. We decided to focus on this limited sample for three main reasons. First, these companies are the most exposed to ESG issues in France and Sweden. Second, due to their international activities, these companies are the most likely to have foreign directors on their board, which is a key determinant for our study of cultural diversity on boards. Third, there is a lack of data in France and Sweden on the nationalities of directors and ESG scores of other companies.

Our study period includes Five years, from 2018 to 2022, before and after the covid19-crisis, and we try to include a minimum of dynamics in our model. Excluding firms from the banking and real estate sectors, we obtain a sample composed of 35 French firms and 22 Swedish firms, resulting in 57 firm-year observations, and a total of 285 observations maximum.

Data were collected from the Factset database for board and firm control variables, from Eikon Thomson Reuters ESGS scores and firm performance, from annual financial reports for directors' nationalities, and from Hofstede's framework for scores on the six cultural dimensions of the country. We also use Standard & Poor's for ESG scores as a robustness test.

3. Results and discussion

3.1 Descriptive statistics

From 2018 to 2022, table 2 shows that foreign directors in Swedish firms and French firms represent respectively 25% and 34% on average of the total directors. European directors represent between 80% and 86% of the total number of directors, while directors from Commonwealth countries represent between 10% and 13%. Finally, we observe between 1% and 4% of Asian directors, and very few directors from Africa or Latin America. Beyond the nationalities of the directors and the presence of foreign directors on the board, the significant and high cultural differences between the European countries according to Hofstede's framework encourage us to continue our study based on cultural diversity (see Appendix C) and not only on foreignness. A correlation matrix is provided in Appendix D.

Table 3 presents summary statistics for the variables in our model that distinguish Swedish from French firms. First, we find a higher cultural diversity and ESG scores (except governance score) in French boards and firms, but better financial performance in Swedish firms.

Table 2 – Presence of Foreign directors

	OMX 30	OMX 30	OMX 30	OMX 30	OMX 30	CAC 40	CAC 40	CAC 40	CAC 40	CAC 40
Year	2018	2019	2020	2021	2022	2018	2019	2020	2021	2022
Observations	245	254	251	269	255	474	460	4272	473	486
Sweden	0.771	0.752	0.764	0.732	0.733	0.002	0.002	0.002	0.004	0.004
France	0.012	0.012	0.011	0.007	0.007	0.660	0.661	0.661	0.664	0.633
Europe	0.865	0.843	0.860	0.814	0.812	0.808	0.811	0.817	0.810	0.821
Commonwealth	0.118	0.138	0.123	0.134	0.133	0.122	0.128	0.108	0.108	0.115
Asia	0.012	0.016	0.015	0.045	0.047	0.042	0.041	0.046	0.047	0.030
Africa	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.014	0.011	0.019	0.025	0.022
South America	0.004	0.004	0.000	0.007	0.007	0.012	0.009	0.008	0.011	0.010

Table 3 : Summary statistics – Sweden vs France

FRANCE

	N	Mean	SD	Min	Max
Foreign	175	.351	0.214	0	.909
BCD	175	107.706	68.245	0	362.172
Power distance	175	60.905	6.410	18.071	70.6
Individuality	175	69.354	5.079	31.786	81.867
Masculinity	175	47.775	4.099	25.214	57.625
Uncertainty avoidance	175	76.069	8.979	26.214	91.786
LT orientation	175	58.818	4.790	26.429	66.667
Indulgence	175	48.518	4.322	22.929	64.267
ESG score	169	77.709	10.146	46.864	93.396
Environmental score	169	80.337	13.236	50.401	99.095
Social score	169	84.152	9.476	47.237	96.111
Governance score	169	66.774	19.025	12.338	97.022
Assets	170	60135.993	52676.071	6768.2	283930.53
ROA	169	.047	0.045	-.061	.231
ROE	168	.122	0.093	-.174	.53
PtoB	167	3.254	3.430	.312	21.461
Leverage	170	.181	0.090	0	.465
SalesInter	159	.72	0.190	.14	1
FCF	169	.028	0.036	-.073	.163
Board size	175	13.36	2.174	7	18
CEO	169	.74	0.440	0	1
Board independence	169	.567	0.163	.222	1

SWEDEN

	N	Mean	SD	Min	Max
Foreign	109	.248	0.249	0	.917
BCD	110	56.084	80.343	0	547.85
Power distance	109	34.018	4.517	28.909	46.917
Individuality	109	72.455	4.037	58	82.143
Masculinity	109	17.611	13.577	5	51.923
Uncertainty avoidance	109	34.209	6.275	28.455	56.167
LT orientation	109	51.78	2.485	41.143	57.333
Indulgence	109	73.797	5.202	60.2	82.75
ESG score	101	73.136	16.071	27.379	95.775
Environmental score	101	69.932	22.289	12.291	97.499
Social score	101	78.039	15.034	31.811	97.167
Governance score	101	69.065	20.830	5.178	95.907
Assets	101	17109.1	18318.340	240.657	96483
ROA	101	.07	0.069	-.092	.409
ROE	100	.175	0.125	-.281	.715
PtoB	103	4.07	4.309	.709	37.584
Leverage	101	.172	0.097	.012	.425
SalesInter	101	.786	0.234	0	.995
FCF	101	.115	0.332	-1.236	1.584
Board size	109	11.275	2.534	5	18
CEO	101	.178	0.385	0	1
Board independence	101	.619	0.140	.33	1

3.2 Univariate multiple regression results for Swedish firms

Table 4 presents the statistical results of the relationship between board cultural diversity and ESG or firm performance for Swedish listed companies. We find an interesting and opposite effect: "cultural diversity" has a negative impact on ESG scores, while "foreigners" have a positive impact in model 1.2 for Swedish companies. This implies that the presence of foreign directors in Swedish firms is beneficial for ESG performance. This is provided that the presence of foreign directors does not imply significant cultural differences/distances within the board. Swedish companies perform better on ESG issues when their board is composed of culturally closed directors, i.e., when the directors share close cultural values and norms.

Similarly significant results are observed when considering the ESG pillars separately: The cultural diversity of the board negatively affects the environmental (model 1.4), social (model 1.6) and governance (model 1.8) scores of Swedish companies, while the presence of foreign directors has a positive effect on them (not significant for the environmental score). These results reinforce the finding in the following section that the negative effects seem to be due to the cultural distance between the directors rather than to the diversity of their nationalities.

We develop models to separately assess the impact of Hofstede's six cultural dimensions model on ESG for Swedish companies (see Appendix E). We find that 'Individualism' (Sweden score 71), 'Masculinity' (Sweden score 5), 'Long-term orientation' (Sweden score 53) and 'indulgence' (Sweden score 78) have a negative and significant impact on ESG performance. These four cultural dimensions are the most likely to lead to conflict and other negative effects between directors when developing ESG strategy. It is possible that the ESG performance of Swedish companies is adversely affected by the integration of directors with a much more professional outlook than Swedish directors.

From a theoretical point of view, this finding firstly supports the idea that cultural diversity can reduce the performance of the board due to conflicts, process malfunctions or communication problems (Giannetti et Zhao, 2019; Lim et al., 2016; Frijns et al., 2016). Second, it supports theories (Penrose, 1959; Makadok, 2001; Becker, 1964; Terjesen et al., 2009) that view foreign directors as a potential advantage for the board thanks to new

resources and opportunities (resource-based theory and human capital theory). These theories are complementary, and the results based on Hofstede's framework confirm that companies may consider increasing the presence of culturally closed foreign directors to perform on ESG issues and avoid negative effects of cultural diversity. We specify that the results are observed for Swedish firms, a country with a high ESG ranking, which is often described as more committed to ESG performance (Botero et al., 2004; Dyck et al., 2019; Harjoto et al., 2019).

Thus, we can confirm Hypothesis 1.1 by observing a negative effect of board cultural diversity on the ESG performance of Swedish companies.

In terms of financial performance (table 5), we do not observe any significant result between board cultural diversity or the presence of foreign directors and the variable "ROA or ROE" for Swedish firms (models 2.2 and 2.4). Our conclusion is that board cultural diversity is less problematic for financial performance than it is for ESG performance in Swedish companies. It seems that financial issues do not really divide the board members and that they do not cause any significant conflicts between them. In contrast to ESG issues, directors agree probably more on the importance of ensuring financial sustainability and satisfying shareholders' demands, they share close values and norms on financial objectives, or they agree more easily.

Hypothesis 1.2, i.e., board cultural diversity has no negative impact on the financial performance of Swedish firms, is therefore confirmed.

3.3 Univariate multiple regression results for French firms

For French listed companies, table 4 presents the statistical results of the relationship between the cultural diversity of the board of directors and ESG or firm performance. Contrary to the sample composed of Swedish companies, we observe a positive effect of cultural diversity on ESG performance for French companies, while the presence of foreign directors has a negative and insignificant effect (model 1.1). It is therefore possible to conclude that cultural diversity in French boards does not generate significant negative cognitive or social conflicts that have an impact on ESG performance. It is even possible to believe that the cultural diversity of boards is beneficial and stimulates positive debates in French companies.

If we observe ESG pillars separately (models 1.3, 1.5 and 1.7 in table 4), we find that model 1.8 shows a positive relationship between the cultural diversity of the board and the governance score for French companies. This result is interesting because the fact that French firms have lower governance scores than Swedish firms can be related to the papers of La Porta et al. (1998) and Anderson et al. (2009). They explained that the French governance system offers the weakest protection to shareholders and is less efficient (compared to Commonwealth or Scandinavian countries) due to the bank-oriented financial system.

Observing separately the impact of Hofstede's six cultural dimensions on ESG for French firm (see Appendix E), results show a significant and positive impact on the ESG performance of French firms of the cultural distance between directors based on "long-term orientation" (France score 63) and a negative impact based on "Uncertainty" (France score 86). These two cultural dimensions are the most likely to have an impact on the quality of the board debates. It is plausible that the ESG performance of French firms would benefit from the integration of directors with a "more short-term orientation" and a "less risky approach of business life" than French directors.

Therefore, we can confirm hypothesis 1.2, and conclude that board cultural diversity has no negative impact on the ESG performance of French firms.

Finally, thanks to models 2.1 and 2.3 in table 5, we examine the impact of board cultural diversity on financial performance for French firms. Contrary to ESG performance (see section below), board cultural diversity seems to have a positive effect on firm performance measured by "ROA" for French firms (model 2.2), confirming some papers (Estélyi and Nisar, 2016; Dodd et al., 2022). The presence of foreign directors has a negative effect on it. As explained in the theoretical part, the cultural diversity of the board can bring new opportunities, resources, and ideas. It can stimulate debate and add value to the company's financial strategy. It is important to appreciate this idea because France (like Sweden) is considered as a "stakeholder sensitive" country. Cultural diversity, based mainly on directors from Commonwealth countries, should bring a more "shareholder perspective" to the boardroom (Dyck et al., 2019; Lel and Miller, 2019; Colak et al., 2022). This may be the reason for our observation of a positive effect of cultural diversity on the

financial performance of French firms. Using ROE as a robustness test to measure firm performance, we observe the same result (model 2.3).

Thus, we can confirm hypothesis 2.2, i.e., board cultural diversity has a positive impact on the financial performance of French firms.

Table 4 : Univariate multiple regression results – Model 1 (industry and year fixed effects)

	1.1	1.2	1.3	1.4	1.5	1.6	1.7	1.8
VARIABLES	ESG FR	ESG SW	ENVI FR	ENVI SWE	SOC FR	SOC SWE	GOV FR	GOV SWE
BCD	0.0343**	-0.0658***	0.0292	-0.0683**	0.00727	-0.0351**	0.0865***	-0.0966***
	(0.0180)	(0.0216)	(0.0380)	(0.0383)	(0.0286)	(0.0148)	(0.0396)	(0.0365)
Foreign	-5.741	32.22***	-20.69	5.573	-3.878	18.07**	-4.876	67.40***
	(6.707)	(9.287)	(14.97)	(12.14)	(8.336)	(8.223)	(10.56)	(16.96)
CSR Comm	-8.242	10.72***	-24.47*	3.580	-3.189	4.407	1.495	24.98***
	(6.726)	(3.252)	(14.26)	(5.008)	(7.127)	(3.727)	(10.25)	(5.840)
Board Size	-16.37**	36.50***	-18.91	33.32**	-10.23	32.17***	-26.22*	42.33**
	(7.465)	(8.974)	(15.17)	(14.01)	(8.379)	(9.841)	(13.69)	(15.51)
CEO	0.437	-6.679*	6.991	-4.872	4.069	-4.415	-9.503**	-6.759
	(2.331)	(3.610)	(4.425)	(7.244)	(2.589)	(3.564)	(4.399)	(5.562)
Board Indep	39.18***	9.836	45.18***	21.06	24.58**	7.467	58.74***	0.326
	(8.329)	(9.565)	(10.97)	(17.32)	(10.04)	(11.14)	(14.63)	(16.43)
Assets	-0.0539	0.861	6.268**	5.783	-0.343	3.590**	-7.164**	-5.818*
	(1.657)	(1.628)	(2.307)	(3.401)	(1.786)	(1.483)	(3.066)	(3.258)
Leverage	-1.699	13.08	4.982	35.97	-11.56	22.20	6.143	-21.36
	(15.61)	(15.32)	(23.10)	(25.37)	(16.61)	(16.97)	(23.44)	(29.85)
Sales.Inter	-12.29*	3.202	-3.737	12.43	-9.800	4.439	-23.00*	-7.373
	(6.989)	(4.644)	(12.04)	(10.43)	(6.750)	(6.109)	(12.87)	(7.710)
PtoB	-0.667**	0.336*	0.281	0.198	-0.617	0.140	-1.242***	0.605
	(0.253)	(0.188)	(0.429)	(0.349)	(0.374)	(0.234)	(0.410)	(0.399)
FCF	-34.15	-3.849	-19.24	-6.553*	-15.31	-1.790	-49.73	-4.558
	(35.13)	(2.585)	(66.53)	(3.378)	(33.44)	(3.292)	(46.81)	(5.098)
Constant	117.2***	-44.50**	61.17	-92.25**	112.4***	-49.38**	197.9***	2.087
	(24.71)	(20.70)	(49.37)	(36.55)	(29.54)	(22.05)	(50.53)	(40.04)
Observations	152	101	152	101	152	101	152	101
R-squared	0.638	0.810	0.473	0.752	0.370	0.791	0.643	0.576
Prob > F	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	3,25	14,87	0,0000	0,0000
F	12,61	30,24	7,99	12,64	0,0072	0.0000	13,87	12,3

Fixed-Effect (Year and Industry)

Least squares method ; Period 2018-2022 ; Sample : 35 French listed companies (CAC40) and 22 Swedish listed companies (OMX30) ; ***, **, * significant at the 1, 5 and 10% threshold respectively
 The explained variable is ESG performance, and the main explanatory variables are board cultural diversity (BCD) and the presence of foreign directors (Foreign). The control variables relate to the characteristics of the company (size, leverage, Price to Book, International sales, Free cash flow) and board structure (size, independence, CEO, CSR committee).

Table 5 : Univariate multiple regression results – Model 2 (industry and year fixed effects)				
	2.1	2.2	2.3	2.4
VARIABLES	ROA FR	ROA SWE	ROE FR	ROE SWE
BCD	0,000567*	-0.000103	0.0002*	0.000104
	0,000514	(0.000143)	(0.0001)	(0.000118)
Foreign	-0.0375***	0.0953	-0.0877**	0.0496
	(0.0198)	(0.0742)	(0.0469)	(0.0445)
FCF	1.004***	0.0536*	1.712***	0.168***
	(0.118)	(0.0261)	(0.353)	(0.0377)
Board Size	-0.0525***	0.0658	-0.0991	0.0668
	(0.0191)	(0.0825)	(0.0614)	(0.0748)
CEO	0.00351	0.0128	0.00269	0.0184
	(0.00759)	(0.0209)	(0.0180)	(0.0214)
Board Indep	0.0277	-0.0280	0.0584	0.0216
	(0.0337)	(0.0636)	(0.0574)	(0.0696)
Assets	-0.000737	-0.0308	0.00991	-0.0306
	(0.00605)	(0.0208)	(0.0133)	(0.0243)
Leverage	-0.0597*	-0.134*	0.0354	0.0375
	(0.0320)	(0.0700)	(0.0594)	(0.0624)
Sales.Inter	0.00861	-0.0321	0.0237	-0.0360
	(0.0173)	(0.0417)	(0.0517)	(0.0452)
PtoB	0.00236	0.00319	0.00271	0.0116***
	(0.00165)	(0.00240)	(0.00492)	(0.00178)
Constant	0.149*	0.228	0.179	0.221
	(0.0811)	(0.173)	(0.198)	(0.155)
Observations	152	101	151	98
R-squared	0.802	0.543	0.538	0.734
Prob > F	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
F	20,35	33,82	21,46	19,83
Fixed-Effect (Year and Industry)				
Least squares method ; Period 2018-2022 ; Sample : 35 French listed companies (CAC40) and 22 Swedish listed companies (OMX30) ; ***, **, * significant at the 1, 5 and 10% threshold respectively The explained variable is financial performance (ROA or ROE), and the main explanatory variables are board cultural diversity (BCD) and the presence of foreign directors (Foreign). The control variables relate to the characteristics of the company (size, leverage, Price to Book, International sales) and board structure (size, independence, CEO).				

3.4 Robustness tests

To check the robustness of our results, we perform some statistical tests. To begin with, we carry out the Hausman test and decide to use a model with fixed effects in the estimation of the regression. Then we estimate the variance inflation factors (VIF), which measure the degree of multicollinearity in the regression analysis. We find no evidence that multicollinearity is a significant risk, referring to the paper by Chatterjee et al. (2000) on benchmark measures. We also check for heteroscedasticity of residuals using the Breusch-Pagan (1979), White (1980) and a modified Wald (1950) tests, and for autocorrelation of residuals using the Durbin-Watson (1951) and Wooldridge (2002) tests. We control for heteroscedasticity and autocorrelation by clustering on the panel variable. This method generates an estimator of the VCE (variance-covariance matrix of the estimators) that is robust to heteroscedasticity across the panel and correlation within the panel (Wooldridge, 2013).

Finally, we need to consider the risk that the relationship between board cultural diversity and financial or ESG performance is endogenous. Regarding potential omitted variable bias, fixed effects models may significantly reduce this threat, at least for time-invariant variables. However, there is a concern that simultaneity affects the relationship. Indeed, ESG or financial performance may directly affect the cultural diversity of the board. To mitigate this concern, Frijns et al. (2016) or Dodd et al. (2022) use instrumental variable regressions by constructing a dummy variable indicating whether the firm is headquartered in a large metropolitan area. Compared to small or medium metropolitan areas, large ones are supposed to be more culturally diverse and easier for foreign directors to travel to (Masulis et al., 2012). Unfortunately, this instrumental variable does not work for our study, given that 30 of the 35 French firms are located in Paris, and only two are located in small or medium-sized cities. Despite this difficulty, we perform additional tests, following Dodd et al. (2022) and Frijns et al. (2016), in order to show the robustness of our findings. First, we control for the presence of foreign directors on the board of directors, a variable that is highly correlated with the cultural diversity of the board of directors. Second, we also control for the foreign presence of the firm, a variable that could be an explanation for board cultural diversity. We find evidence that board

cultural diversity is a significant variable, not just reflecting the presence of foreign directors or firm foreign presence.

3.5 Discussion about the effects of board cultural diversity in French and Swedish firms.

First, it is important to remember that France and Sweden are two very economically developed and "stakeholder sensitive" European countries. They have some of the highest ESG scores in the world. France and Sweden share similarities in terms of national cultural norms and values, but also some significant cultural differences. These are summarised in Table 1 of the literature review. We decide to focus on one major cultural difference between France and Sweden, i.e., conflictual versus consensual culture (hypothesis 3), as we are investigating the cultural diversity of boards that can lead to conflicts and affect ESG or financial performance. In the previous parts, the results mainly suggest that board cultural diversity has a negative impact on ESG performance but no impact on financial performance in Swedish companies, while it has no impact on ESG performance but a positive impact on financial performance in French companies.

Combining the results of hypotheses 1 and 2, we conclude that board cultural diversity can be seen as a double-edged sword. It reinforces the existing board consensus on the firm's objectives. If directors agree/disagree on the importance of an objective (financial performance/ESG performance), board cultural diversity will accentuate this agreement/disagreement by generating positive/negative boardroom effects (conflicts, debates, communication...). This is a complex equation to solve. Board cultural diversity seems to affect ESG and financial performance differently in France and Sweden. We examine whether the relationship between board cultural diversity and ESG performance is moderated by the national culture of the firm. We distinguish between Swedish and French firms and expect to observe that Swedish firms suffer more from the cultural diversity of their board of directors due to their consensual culture (Lubaktin et al., 2005; Hofstede's framework, 2011).

Previous results confirm our hypothesis 3, i.e., the national culture of the host country moderates the effect between board cultural diversity and firm performance and demonstrate the importance of considering national culture in corporate governance

research (La Porta et al., 1998; Anderson et al., 2009; Lubaktin et al., 2005). We conclude that the effect between board cultural diversity and firm performance, i.e., ESG performance or financial performance, is moderated by the national culture of the host country of the firm, confirming for instance Shi and Veenstra's findings (2021). More specifically, in terms of ESG and financial performance, Swedish firms seem to suffer more from board cultural diversity than French firms. This result complements previous findings that the net effect of cultural diversity on board performance depends not only on the degree of divergence between directors with respect to the firm's objective (ESG/financial performance), but also on the firm's host country national culture. How directors deal with the impact of cultural diversity on communication, relationships, understanding and functioning in the boardroom is influenced by the national culture of the firm's host country, i.e., conflictual culture in France versus consensual culture in Sweden.

The cultural dimensions of Hofstede's framework are difficult to interpret, but we observe that the distance of some cultural dimensions (power distance, individualism and uncertainty) seems to be the main cause of the negative relationship observed between board cultural diversity and ESG performance for Swedish firms (Appendix E). This approach supports the need, as recommended by the "upper echelons" theory (Rindova, 1999; Carpenter et al., 2002), to study in more detail how board characteristics affect the firm's strategic decisions. We report the same results as studies observing differences in the importance of cultural dimension variables (Frijns et al., 2016; Pan et al., 2017; Colak et al., 2022).

Conclusion

The aim of this article was to examine the relationship between board cultural diversity and ESG/financial performance, more specifically in the national cultures of France and Sweden. Contrary to the Commonwealth countries, these two European countries are among the most engaged in ESG issues, an increasingly studied topic in corporate governance research. Moreover, as France and Sweden have significant differences in their national cultures (Hofstede, 2011; Lubaktin et al., 2005), we proposed to compare these two countries and contribute to the literature that is still scarce on this issue, especially in Europe.

We acknowledge that this study is limited by the size of the sample and the lack of observations over five years. Nevertheless, this article is very instructive as it stimulates the debate on board cultural diversity in Europe, where countries and directors are more stakeholder and ESG oriented, and it proposes some significant results that are consistent with the reference papers from a theoretical and empirical perspective.

First, for Swedish firms, we find that the net effect of board cultural diversity on ESG performance is negative, while it is insignificant for financial performance, confirming our hypotheses 1.1 and 1.2 respectively. We show that the negative effects (conflicts, dysfunction, mistrust...) on the ESG performance of Swedish companies are due to the cultural distance between directors (values, norms) and not really to the criteria of foreignness. There are three reasons for these findings: Sweden is a very stakeholder-oriented country, Sweden is among the best leaders in ESG/CSR performance, and the Swedish culture is very consensual and avoids cognitive and social conflicts. Integrating too many directors with values that are very different from Swedish cultural values into the boardroom therefore appears to be detrimental and not recommended without special conflict management measures. This is particularly the case for ESG performance, as financial performance seems to be less of a conflict/problem in the boardroom.

We then compare these results with French companies and confirm hypotheses 2.1 and 2.2. We find that the net effect of board cultural diversity on ESG performance is insignificant, while it is positive for financial performance. It shows that, in contrast to Swedish firms, board cultural diversity tends to be beneficial for French firms. French

boards therefore seem to be better at managing and even benefiting from cultural differences among directors. Like Sweden, France is a leader in ESG performance and stakeholder orientation, but its national culture is built more on heterogeneity and social/cognitive conflict. This may be one of the reasons why cultural diversity on the board is less of a problem for French companies. It seems to be less risky for French companies to integrate board members with cultural values that are different from the national culture, in order to stimulate debates and diversify competences.

In addition, we show that some cultural dimensions like power distance, individualism, uncertainty avoidance and indulgence may better explain the observed net negative ESG performance. This part enabled us to better understand that the issue of cultural diversity on boards is very complex for European companies trying to achieve their ESG goals.

Finally, we conclude our study by testing Hypothesis 3 and find that national culture has a significant moderating effect on ESG or financial performance. Our results show that Swedish companies seem to be more affected by the negative effects of cultural diversity than French companies. Contrary to French national culture, Swedish directors are more likely to suffer from cognitive or relational conflicts caused by cultural diversity, as Swedish national culture is based on values such as consensus, respect, solidarity, and cooperation. In conclusion, the impact of cultural diversity on the board is influenced by the national culture of the host country, can be seen as a double-edged sword, and highlights the consensus or lack of consensus of the board on the objectives of the company.

There is a real need for companies, stakeholders and boards to manage cultural diversity among directors. This is especially true in countries that are considered culturally consensual and homogeneous. It is quite easy to recruit foreign directors in order to improve cultural diversity, but this article has highlighted the importance of thinking about the possible negative consequences for the performance of the board of directors. It is crucial to anticipate and prevent these possible negative effects due to the cultural distance between directors by implementing tools for the selection of directors to be recruited, clarifying ESG objectives, improving the quality of communication, working on cohesion and trust, resolving cognitive or relational conflicts. The cultural diversity of a board is a real issue, and it is necessary to deploy appropriate resources and tools so that cultural diversity becomes an asset and not an obstacle to its performance.

This article can be a good introduction to the study of interculturality from the perspective of corporate governance in Europe, thanks to its theoretical background and to some of the empirical results that are reported. The first interest of this article is to be a help and an encouragement for further cross-country studies in Europe in order to improve our understanding of board performance. European countries have their own national cultures, but they also share some norms and values. It is time to look more closely at these aspects and to ask how theories and empirical results from America or Australia could be transferred to Europe.

References for the chapter 4

Adams, R. B., Hermalin, B. E., Weisbach, M. S., 2010. The role of boards of directors in corporate governance: A conceptual framework and survey. *Journal of Economic Literature*, 48: 58-107.

Albuquerque, R., Koskinen, Y., Zhang, C., 2019. Corporate social responsibility and firm risk: theory and empirical evidence. *Manag. Sci.* 65 (10), 4451–4469.

Anderson, A., Gupta, P.P., 2009. A cross-country comparison of corporate governance and firm performance: Do financial structure and the legal system matter? *Journal of Contemporary Accounting and Economics*.

Anderson, R.C., Reeb, D.M., Upadhyay, A., Zhao, W., 2011. The economics of director heterogeneity. *Financial Management*, 40, 5–38.

Baldwin, J. R., Faulkner, S. L., Hecht, M. L., Lindsley, S. L., 2006. *Redefining culture: Perspectives across the disciplines*. New Jersey, London: Routledge.

Barney, J., 1991. Firm resources and sustained competitive. *Journal of Management*, 17(1), 771-792.

Becker, G. 1964. *Human capital*. Chicago, IL: University of Chicago Press.

Bjørnskov, C., 2008. Social trust and fractionalization: a possible reinterpretation. *Eur. Sociol. Rev.* 24, 271–283.

Botero, J. C., Djankov, S., Porta, R. L., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., 2004. The regulation of labor. *The Quarterly Journal of Economics*, 119(4), 1339–1382.

Cai, Y., Pan, C.H., Statman, M., 2016. Why do countries matter so much in corporate social performance? *Journal of Corporate Finance*, 41, 591–609

Carpenter, M.A., 2002. The implications of strategic and social context for the relationship between top management team heterogeneity and firm performance”, *Strategic Management Journal*, Vol. 23 No. 3, pp. 275-284.

Carter, D.A., D’Souza, F., Simkins, B.J., Simpson, G.W., 2010. The gender and ethnic diversity of US boards and board committees and firm financial performance. *Corporate Governance : An International Review* 18 : 396–414.

Charreaux, G., 1996. Pour une véritable théorie de la latitude managériale et du gouvernement des entreprises’. *Revue Française de Gestion* 111 : 50–64.

Chatterjee, S., Hadi, A.S., Price, B., 2000. *Regression Analysis by Example* (third ed.), John Wiley and Sons, Inc., New York.

Chen, Y., Dou, P. Y., Rhee, S. G., Truong, C., Veeraraghavan, M., 2015. National culture and corporate cash holdings around the world. *Journal of Banking & Finance*, 50, 1-18.

Colak, G., Hikman, K., Korkeamaki, T., Meyer, N.O., 2022. ESG issues and career prospects of directors: evidence from the international director labor market. *Financial Markets, Inst. & Inst.* 2022;31:147–203.

Davis, J.H., Schoorman, D., Donaldson, L., 1997. Toward a stewardship theory of management’. *Academy of Management Review* 22/1: 20–47.

De Wit, F. R. C., Lindred, L.G., Karen, A.J., 2012. The paradox of intragroup conflict: A meta-analysis. *Journal of Applied Psychology* 97: 360.

- Dodd, O., Frijns, B., Garel, A., 2019. Cultural diversity in the boardroom and corporate social performance.
- Dodd, O., Bowen, Z., 2022. Does Board Cultural Diversity Contributed by Foreign Directors Improve Firm Performance? Evidence from Australia. *Journal of Risk and Financial Management* 15: 332.
- Dyck, I. J. A., Lins, K. V., Roth, L., Wagner, H. F., 2019. Do institutional investors drive corporate social responsibility? International evidence. *Journal of Financial Economics*, 131(3), 693–714.
- El Ghoul, S., Zheng, X., 2016. Trade credit provision and national culture. *Journal of Corporate Finance*, 41, 475-501.
- Estélyi, K.S., Tahir, M.N., 2016. Diverse boards: Why do firms get foreign nationals on their boards? *Journal of Corporate Finance* 39: 174–92.
- Faleye, O., Hoitash, R., Hoitash, U., 2011. The costs of intense board monitoring. *J. Financ. Econ.* 101, 160–181.
- Ferreira, D., 2010. Board diversity. In *Corporate Governance: A Synthesis of Theory Research, and Practice*. JohnWiley & Sons, Hoboken, NJ, pp. 225–242.
- Flammer, C., 2015. Does corporate social responsibility lead to superior financial performance? A regression discontinuity approach. *Management Science* 61 (11), 2549-2568.
- Forbes, D. P., Milliken, F. J., 1999. Cognition and corporate governance: Understanding boards of directors as strategic decision-making groups. *Academy of Management Review*, 24, 489–505.
- Freeman, R. E., 1984. *Strategic management: A stakeholder perspective*. Boston: Pitman: 13.
- Freeman, R. E., Wicks, A. C., Parmar, B., 2004. Stakeholder theory and “the corporate objective revisited”. *Organization Science* 15 (3), 364-369
- Freeman, R., 2010. Managing for stakeholders: Trade-offs or value creation. *Journal of Business Ethic*, pp, 7-9.
- Friede, G., Busch, T., Bassen, A., 2015. ESG and financial performance: aggregated evidence from more than 2000 empirical studies *Journal of Sustainable Finance and Investment* 5(4), 210–233.
- Frijns, B., Dodd, O., Cimerova, H., 2016. The impact of cultural diversity in corporate boards on firm performance. *Journal of Corporate Finance* 41: 521–41.
- Jonnergård, K., & Laisson-Olaison, U., 2016. Stubborn Swedes: The persistence of the Swedish corporate governance system under international reform. *Nordic Journal of Business*, 65(1), pp.13-28
- Garner, J., Kim, T.-y., Yong Kim, W., 2017. Boards of directors: a literature review. *Managerial Finance*, Vol. 43 No. 10, pp. 1189-1198
- Giannetti, M., Mengxin, Z., 2019. Board ancestral diversity and firm-performance volatility. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 54: 1117–55.
- Giavazzi, F., Petkov, I., Schiantarelli, F., 2014. *Culture: Persistence and Evolution*. Working Paper, Boston College.
- Gillan, S.L., Koch, A., Starks, L.T., 2021. Firms and social responsibility: A review of ESG and CSR research in corporate finance. *Journal of Corporate Finance*, Volume 66.

- Hambrick, D.C., Phyllis, A.M., 1984. Upper echelons: The organization as a reflection of its top managers. *Academy of Management Review* 9: 193–206.
- Harjoto, M., Laksmana, I., Lee, R., 2015. Board diversity and corporate social responsibility. *Journal of Business Ethics* 132 (4), 641-660.
- Harjoto, M.A., Laksmana, I., Yang, Y., 2019. Board nationality and educational background diversity and corporate social performance. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society* 19: 217–39.
- Hillman, A.J., Albert, A.C., Ira, C.H., 2002. Women and racial minorities in the boardroom: How do directors differ? *Journal of Management* 28: 747–63.
- Hofstede, G., 2001. *Culture's Consequences: Comparing Values, Behaviors, Institutions and Organizations Across Nations*.
- Hofstede, G., 2011. Dimensionalizing cultures: The Hofstede model in context. *Online Readings in Psychology and Culture* 2: 8.
- House, R. J., Hanges, P. J., Javidan, M., Dorfman, P. W., Gupta, V., 2004. *Culture, leadership, and organizations: The GLOBE study of 62 societies*: Sage publications.
- Inglehart, R. C.-M., 2014. *World Values Survey: Round Five. Country-Pooled Datafile Version*: www.worldvaluessurvey.org/WVSDocumentationWV5.jsp.
- Jensen, M. C., 2002. Value maximization, stakeholder theory, and the corporate objective function. *Business Ethics Quarterly*, 12, 235–256.
- Jensen, M., Zajac, E. J., 2004. Corporate elites and corporate strategy: How demographic preferences and structural position shape the scope of the firm. *Strategic Management Journal*, 25, 507–524.
- Karolyi, A., 2016. The gravity of culture for finance. *Journal of Corporate Finance*, 41, 610-625.
- Kirchmeyer, C., Cohen, A., 1992. Multicultural groups – their performance and reactions with constructive conflict. *Group Organ. Manag.* 17, 153–170.
- Kogut, B., Singh, H. 1988. The effect of national culture on the choice of entry mode. *Journal of international business studies*, 19(3), 411-432.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., Vishny, R.W., 1998. Law and finance. *Journal of Political Economy*, 106(6), 1113– 1155.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., 2008. The economic consequences of legal origins. *Journal of Economic Literature*, 46(2), 285–332.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., Vishny, R., 2000. Investor protection and corporate governance. *Journal of Financial Economics*, 58(1–2), 3–27.
- Lel, U., Miller, D., 2019. The labor market for directors and externalities in corporate governance: Evidence from the international labor market. *Journal of Accounting and Economics*, 68(1), 101222.
- Liang, H., Renneboog, L., 2017. On the foundations of corporate social responsibility. *The Journal of Finance*, 72(2), 853–910.
- Lim, J., Makhija, A.K., Shenkar, O., 2016. The asymmetric relationship between national cultural distance and target premiums in cross-border M&A. *Journal of Corporate Finance* 41: 542–71.

- Lins, K., Servaes, H., Tamayo, A., 2017. Social capital, trust, and firm performance: the value of corporate social responsibility during the financial crisis. *J. Finance* 72 (4), 1785–1824.
- Lubatkin, M., Lane, P.J., Collin, S., Very, P., 2005. Origins of corporate governance in the USA, Sweden and France. *Organization Studies* 26(6): 867–888
- Makadok R., 2001. Toward a synthesis of the resource-based and dynamic capability views of rent creation. *Strategic Management Journal*, 22(5), 387-401.
- Masulis, R.W., Wang, C., Xie, F., 2012. Globalizing the boardroom: The effects of foreign directors on corporate governance and firm performance. *J. Account. Econ.* 53 (3), 527–554.
- Maznevski, M.L., 1994. Understanding our differences: performance in decision-making groups with diverse members. *Hum. Relat.* 47, 531–552.
- McGuinness, P.B., Vieito, J.P., Wang, M., 2017. The role of board gender and foreign ownership in the CSR performance of Chinese listed firms, *Journal of Corporate Finance*, Volume 42, Pages 75-99,
- Midttun, A., Gjørlberg, M., Kourula, A., Sweet, S., & Vallentin, S., 2015. Public policies for corporate social responsibility in four Nordic Countries: Harmony of goals and conflict of means. *Journal of Business and Society*, 54(4), p.464-500.
- Milliken, F.J., Martins, L.L., 1996. Searching for common threads: Understanding the multiple effects of diversity in organizational groups. *Academy of Management Review* 21: 402–33.
- Nederveen, P.A., Van Knippenberg, A., Van Dierendonck, D., 2013. Cultural diversity and team performance: The role of team member goal orientation. *Academy of Management Journal* 56: 782–804
- Pan, Y., Siegel, S., Wang, T.Y., 2017. Corporate risk culture. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 52: 2327–67.
- Penrose, E., 1959. *The Theory of the Growth of the Firm*. Oxford University Press.
- Peterson, C. A., Philpot, J., & O’Shaughnessy, K. C., 2007. African- American diversity in the boardrooms of the US Fortune 500: Director presence, expertise and committee membership. *Corporate Governance: An International Review*, 15: 558–575.
- Pfeffer, J., Salancik, G.R., 1978. *The External Control of Organizations: A Resource Dependence Perspective*. Harper et Row: New York.
- Porter, M. E., 1985. *Competitive Advantage: Creating and Sustaining Superior Performance*. New York: The Free Press.
- Rao, K., C. Tilt., 2016. Board composition and corporate social responsibility: The role of diversity, gender, strategy and decision making. *Journal of Business Ethics* 138 (2), 327-347.
- Redding, G., 2005. The thick description and comparison of societal systems of capitalism. *Journal of international business studies*, 36(2), 123-155.
- Rindova V. P., 1999. What corporate boards have to do with strategy: a cognitive perspective. *Journal of Management Studies*, 36, 953–75.
- Schwartz, S. H., 1994. Are there universal aspects in the structure and contents of human values? *Journal of social issues*, 50(4), 19-45.
- Schwartz, S. H., 2012. An overview of the Schwartz theory of basic values. *Online readings in Psychology and Culture*, 2(1), 11.

Shi, W., Veenstra, K., 2021. The Moderating Effect of Cultural Values on the Relationship Between Corporate Social Performance and Firm Performance. *Journal of Business Ethics*, Springer, vol. 174(1), pages 89-107, November.

Simons, T.L., Peterson, R.S., 2000. Task conflict and relationship conflict in top management teams: the pivotal role of intragroup trust. *J. Appl. Psychol.* 85, 102–111.

Sison, A.G., 2009. From CSP to corporate citizenship: anglo-American and continental European Perspective. *Journal of Business Ethics*, Vol. 89 No. S3, pp. 235-246.

Terjesen, S., Sealy, R., Singh, V., 2009. Women directors on corporate boards: a review and research agenda”, *Corporate Governance: An International Review*, Vol. 17 No. 3, pp. 320-337.

Thomsen, S., 2016. The Nordic corporate governance model. *Management and Organisation Review*, 12(1), p. 189-204.

Van Knippenberg, D., Haslam, S. A., Platow, M.J., 2007. Unity through diversity: Value-in-diversity beliefs, work group diversity, and group identification. *Group Dynamics: Theory, Research, and Practice* 11, 207–222.

Verheyden, T., Eccles, R. G., Feiner, A., 2016. ESG for all? The impact of ESG screening on return, risk, and diversification. *Journal of Applied Corporate Finance*, 28(2), 47-55.

Walt, N., Ingley, C., 2003. Board dynamics and the influence of professional background, gender and ethnic diversity of directors. *Corporate Governance an International Review* 11(3):218-234

Westphal, J. D., Milton, L. P., 2000. How experience and network ties affect the influence of demographic minorities on corporate boards. *Administrative Science Quarterly*, 45: 366–398.

White, J.T., Woidtke, T., Black, H.A., Schweitzer, R.L., 2014. Appointments of academic directors. *J. Corp. Financ.* 28, 135–151.

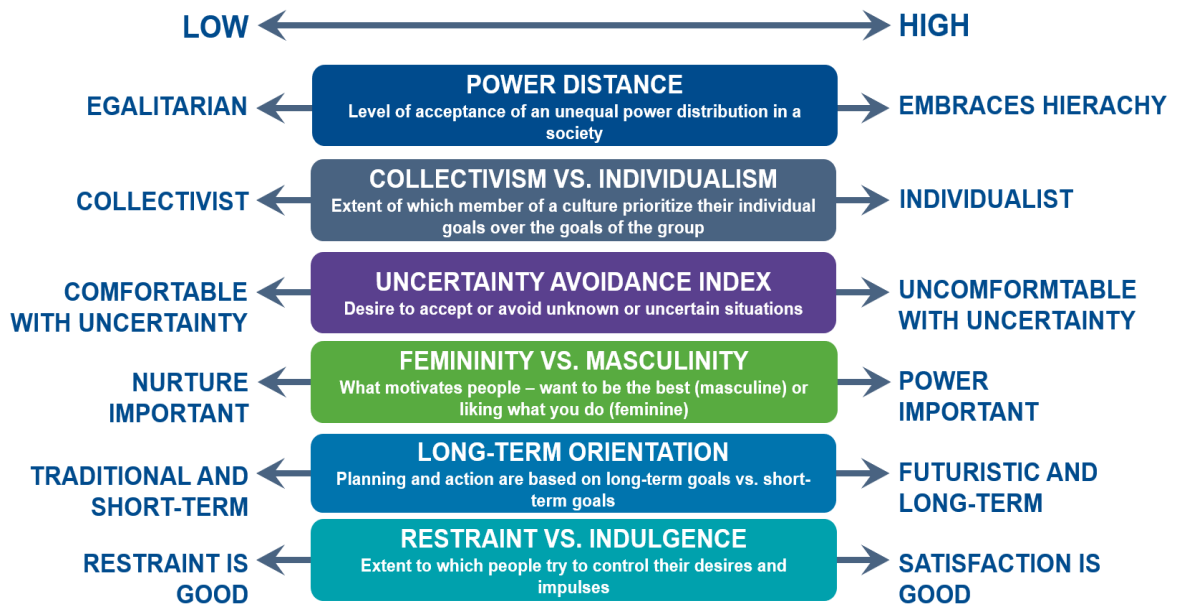
Witt, M. A., Redding, G., 2009. Culture, meaning, and institutions: Executive rationale in Germany and Japan. *Journal of International Business Studies*, 40(5), 859-885.

Zahra, S. A., Pearce, J. A., 1989. Boards of directors and corporate financial performance: A review and integrative model. *Journal of Management*, 15, 291–334.

Appendix A – Anderson et al. (2009)

		Type of Legal System	
		Common-Law Based (699 Firms)	Civil-Law Based (1037 Firms) ¹
Type of Financial Structure	Bank Based (903 Firms)	Ireland (2) New Zealand (14) 1	Austria (18), Belgium (22), France (61), Germany (72), Greece (37), Japan(539) Italy (61), Portugal (13), Norway (17), Spain (47) 3
	Market Based (833 Firms)	2 Australia (84), Canada (94) Hong Kong SAR ² (80) Singapore (46), United Kingdom (379)	4 Finland (23), Denmark (19), Sweden (29), The Netherlands (30), Switzerland (49)

Appendix B – Hofstede's six dimensions



Sources: Hofstede's Cultural Dimensions Theory
Cultures and Organizations: Software of the Mind by Geert Hofstede, Gert Jan Hofstede and Michael Minkov

Appendix C – Hofstede’s framework – 6 cultural dimension’s scores

	Power distance	Individualism	Masculinity	Uncertainty avoidance	Long term orientation	Indulgence
Sweden	31	71	5	29	53	78
France	68	71	43	86	63	48
UK	35	89	66	35	51	69
Germany	35	67	66	65	83	40
USA	40	91	62	46	26	68
Singapor	74	20	48	8	72	46
Canada	39	80	52	48	36	68
China	80	20	66	30	87	24
Spain	57	51	42	86	48	44
Portugal	63	27	31	99	28	33
Philippines	94	32	64	44	27	42
India	77	48	56	40	51	26
Luxembourg	40	60	50	70	64	56
Belgium	65	75	54	94	82	57
Brazil	69	38	49	76	44	59
Italy	50	76	70	75	61	30
Turkey	66	37	45	85	46	49
Japon	54	46	95	92	88	42
Australia	38	90	61	51	21	71
Greece	60	35	57	100	45	50
Danemark	18	74	16	23	35	70
Madagascar	80	15	40	65		
Switzerland	34	68	70	58	74	66
Indonesia	78	14	46	48	62	38
Marroco	70	46	53	68	14	25
Malaisia	100	26	50	36	41	57
Netherland	38	80	14	53	67	68
Colombia	67	13	64	80	13	83
Autrich	11	55	79	70	60	63
Tcheq	57	58	57	74	70	29
Algeria	80	35	35	70	26	32
Qatar	93	25	55	80		
Norway	31	69	8	50	35	55
Senegal	70	25	45	55	25	
Finland	33	63	26	59	38	57
Iran	58	41	43	59	14	40
Russia	93	39	36	95	81	20
Bulgaria	70	30	40	85	69	16
Benin	35	68	18	77	66	
Ivoria	75	15	45	60	15	

APPENDIX D: CORRELATION MATRIX

	Foreign	BCD	Power	Indiv	Mascu	Uncer	LT	Indul	ESG	Assets	ROA	ROE	PtoB	Lever.	SalesInt	FCF	BSize	CEO	
BIndep																			
Foreign	1																		
BCD	0.560***	1																	
Power	0.558***	0.829***	1																
Indiv	0.454***	0.928***	0.722***	1															
Mascu	0.381***	0.632***	0.373***	0.439***	1														
Uncer	0.566***	0.652***	0.718***	0.556***	0.192*	1													
LT	0.481***	0.925***	0.705***	0.807***	0.561***	0.584***	1												
Ind2iv	0.492***	0.900***	0.775***	0.819***	0.575***	0.464***	0.781***	1											
ESG	0.292**	0.279**	0.245**	0.210*	0.173	0.194*	0.318***	0.243*	1										
Assets	0.218*	0.414***	0.413***	0.361***	0.020	0.432***	0.482***	0.355***	0.280**	1									
ROA	-0.107	-0.152	-0.233*	-0.109	0.022	-0.231*	-0.186	-0.092	-0.270**	-0.271**	1								
ROE	-0.053	-0.025	-0.110	-0.034	0.156	-0.154	-0.069	0.057	-0.158	-0.204*	0.805***	1							
PtoB	0.059	-0.00663	-0.083	0.040	0.009	-0.031	-0.001	-0.066	-0.192*	-0.123	0.374***	0.291**	1						
Lever.	0.054	0.045	0.148	0.015	-0.062	0.079	0.024	0.118	0.110	0.059	-0.339***	-0.197*	-0.138	1					
SalesInt	0.147	0.125	0.049	0.063	0.244**	0.131	0.112	0.076	0.148	-0.127	0.242*	0.195*	0.189*	-0.258**	1				
FCF	-0.163	-0.195*	-0.207*	-0.131	-0.161	-0.156	-0.208*	-0.147	-0.307**	-0.205*	0.743***	0.650***	0.331***	-0.197*	0.188*	1			
BSize	-0.128	0.455***	0.354***	0.414***	0.163	0.335***	0.540***	0.339***	0.308**	0.375**	-0.225*	-0.142	-0.081	0.007	-0.002	-0.074	1		
CEO	0.129	0.182	0.281**	0.243*	-0.197*	0.237*	0.146	0.190*	0.0158	0.185	-0.0598	-0.054	-0.173	0.177	-0.220*	0.045	0.197*		
1																			
BIndep	0.463***	0.170	0.219*	0.111	0.201*	0.0948	0.103	0.214*	0.303**	0.0077	0.010	0.045	0.036	0.152	0.147	-0.154	-0.365***	-	
0.045	1																		

* p<0.05, ** p<0.01, *** p<0.001

This table presents correlation coefficients between model's variables. Firm performance is measured by ESG scores performance or financial performance (ROA, ROE). Concerning the main explanatory variables, we use board cultural diversity (BCD) according to Hofstede's framework (2011) and the presence of foreign directors (FOREIGN). We include board variables such as Board size, CEO, Board independence, and CSR committee. We also include firm characteristics variables to control for firm size, firm leverage, stock performance, international sales, and free cash flow.

APPENDIX E: Univariate multiple regression results – Model 1 (industry and year fixed effects)

VARIABLES	ESG FR	ESG FR	ESG FR	ESG FR	ESG FR	ESG FR	ESG SWE	ESG SWE	ESG SWE	ESG SWE	ESG SWE	ESG SWE
Foreign	3.261	-3.300	1.135	13.50**	-4.782	-0.345	21.20**	22.54**	33.48***	18.29	39.19***	25.22***
	(5.525)	(6.164)	(5.503)	(6.473)	(5.813)	(6.010)	(10.01)	(8.831)	(9.176)	(11.73)	(8.687)	(8.026)
... Board variables ...												
... Control Variables ...												
Power dis	-0.00586						-0.0551					
	(0.0119)						(0.0338)					
Indiv.		0.00955						-0.0239**				
		(0.00640)						(0.0105)				
Masculi.			0.0124						-0.0460***			
			(0.0312)						(0.0150)			
Uncert.				-0.0749***						-0.0286		
				(0.0190)						(0.0646)		
LT					0.0306***						-0.0549***	
					(0.00677)						(0.0133)	
Indulg.						0.0146						-0.0583***
						(0.0137)						(0.0182)
Constant	83.26***	101.8***	93.80***	61.55***	137.3***	94.70***	-29.21	-30.12	-37.27*	-21.62	-57.88***	-39.88*
	(25.72)	(22.76)	(26.88)	(21.46)	(22.49)	(23.54)	(24.43)	(20.78)	(20.45)	(27.87)	(19.79)	(19.60)
Observations	152	152	152	152	152	152	101	101	101	101	101	101
R-squared	0.621	0.633	0.622	0.669	0.686	0.624	0.792	0.802	0.801	0.780	0.816	0.808
Prob > F	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
F	10,8	12,56	11,6	18,36	17,94	10,18	32,16	30,27	21,61	9,98	23,65	29,27

Fixed-Effect (Year and Industry)

Least squares method ; Period 2018-2022 ; Sample : 35 French listed companies (CAC40) and 22 Swedish listed companies (OMX30).

***, **, * significant at the 1, 5 and 10% threshold respectively

The explained variable is ESG performance, and the main explanatory variables are the 6 components of the board cultural diversity (BCD) according to Hofstede's model. The control variables relate to the characteristics of the company (size, leverage, Price to Book, International sales, Free cash flow) and board structure (size, independence, CEO, CSR committee).

CONCLUSION GÉNÉRALE

L'objectif de cette thèse en sciences de gestion consistait à étudier les relations entre la structure et/ou la composition du CA et des enjeux de gouvernance d'entreprise par le biais d'une approche par le concept de capital intellectuel. La structure en quatre parties de ce travail doctoral a permis de répondre à cet objectif en consacrant tout d'abord un chapitre à l'approche théorique et conceptuel, et en proposant ensuite trois articles empiriques de recherche dans le but de contribuer à la connaissance scientifique en gouvernance d'entreprise. En conclusion, nous souhaitons présenter, pour chaque article, les principaux résultats empiriques, les contributions scientifiques, les implications managériales et les limites intrinsèques.

Article 1 : Structure du CA et performance financière : une approche par le niveau d'endettement

Le premier article a été consacré à l'étude de la relation complexe entre le niveau d'endettement à long terme, la structure du CA, et la performance financière des sociétés cotées françaises. L'étude repose sur un échantillon de 210 sociétés issues de l'indice CAC All-tradable sur la période 2015-2019, et sur l'utilisation de régressions linéaires multiples et de la méthode GMM comme outils statistiques. A partir de cette étude, nous avons observé que la taille du CA a un effet positif, alors que le taux d'indépendance a un effet négatif sur la performance des sociétés avec un niveau d'endettement élevé. En prolongeant l'étude, nous avons constaté que la configuration structurelle « taille importante et indépendance faible » du CA semble être la plus adaptée pour optimiser la performance des sociétés avec un niveau d'endettement relativement élevé.

Cet article contribue à la littérature existante en renouvelant l'intérêt pour la question de l'impact de l'endettement sur les choix de gouvernance d'entreprise. L'endettement est une variable importante, il s'agit de ne pas négliger son impact dans les études en gouvernance d'entreprise. Notre article rappelle que la gouvernance des sociétés endettées est complexe et invite à repenser le CA pour que ce dernier consacre davantage de ressources et d'énergie pour améliorer la qualité de ses conseils stratégiques. Il n'y a priori pas de « one best way » pour structurer un CA, mais notre article démontre qu'il y

a probablement certaines configurations structurelles du CA à privilégier et d'autres à éviter dans un contexte d'endettement donné. Nous contribuons aussi à la connaissance en soulignant que les CA de taille du CA semblent être les plus performants pour gérer une situation d'endettement élevé, mais également que les CA dont le taux d'indépendance est élevé rencontrent plus de difficultés pour contribuer positivement à la performance de la société endettée. Notre apport invite donc à favoriser l'augmentation de la taille d'un CA dans une société relativement endettée, mais aussi à nuancer la valeur ajoutée des membres indépendants dans ces dites sociétés.

Au niveau managérial, les sociétés avec un niveau d'endettement relativement élevé pourraient envisager d'orienter leurs décisions de gouvernance en vue d'atteindre des CA de plus de 8 administrateurs avec un taux d'indépendance ne dépassant pas 50%. Concrètement, la nomination de nouveaux membres non indépendants, ayant des connaissances et compétences à forte valeur ajoutée en matière de conseil stratégique, semble pertinent pour les sociétés endettées.

La principale limite de l'article n°1 réside dans le fait qu'il est difficile d'isoler avec certitude et fiabilité l'effet de l'endettement sur la performance du conseil d'administration, et in fine sur la performance financière. Les relations entre le niveau d'endettement, la structure du CA, la performance du CA et la performance financière étant indirectes et multifactorielles, il n'est pas évident d'étudier un tel sujet. Cette limite démontre l'intérêt de la recherche en communauté scientifique, et donc combien il est important considérer d'autres études sur le même sujet avant d'en tirer des conclusions fiables.

Article 2 : Conseil d'administration et lutte contre l'agressivité fiscale

Le second article a consisté à étudier la relation entre la structure du conseil d'administration et l'agressivité fiscale des sociétés cotées françaises. L'étude repose sur un échantillon de 210 sociétés appartenant à l'indice CAC All-Tradable sur la période 2015-2020, et mobilise des régressions linéaires multiples et binomiales. Nous avons dans un premier temps observé une relation en forme de U inversé entre le niveau d'imposition et la performance boursière ce qui a soutenu l'hypothèse selon laquelle les investisseurs dénoncent l'agressivité fiscale. Une fois ce résultat observé, nous avons étudié dans quelle mesure le CA peut se structurer pour limiter ce risque d'agressivité fiscale. Nous avons

constaté que la taille du CA a un effet marginal négatif sur l'agressivité fiscale, alors que le taux d'indépendance du CA a un effet positif.

L'article n°2 contribue à la littérature existante sur plusieurs aspects. Tout d'abord, l'article propose une application de la théorie de l'agence au sujet de l'agressivité fiscale, et démontre que les intérêts des actionnaires, des managers et des administrateurs peuvent être divergents. Ensuite, l'article apporte une preuve supplémentaire que l'optimisation fiscale est une stratégie positive pour créer de la valeur boursière, alors que l'agressivité fiscale est une attitude risquée qui doit être combattue par le système de gouvernance. Au niveau de la structure du CA, nous démontrons que les CA de taille importante et peu indépendants ont tendance à lutter plus efficacement contre l'agressivité fiscale. Cet apport souligne tout l'intérêt d'opter pour des CA de taille considérable afin de diversifier les compétences et connaissances des administrateurs, et toute l'importance de considérer la valeur des connaissances internes et spécifiques du fonctionnement de l'entreprise. Cette contribution met en lumière que la lutte contre l'agressivité fiscale, qui est un sujet technique et par définition opaque, implique un contrôle interne efficace, qui nécessite des ressources conséquentes et des connaissances précises. Finalement, cet article constitue une base fiable pour de futurs travaux qui proposeraient d'étudier encore plus précisément certains aspects de l'agressivité fiscale en lien avec les moyens de lutte au niveau du système de gouvernance.

Au niveau des implications managériales possibles, cet article n'est pas sans intérêt dans un contexte de pression fiscale élevée en France et d'enjeu en matière de responsabilité sociétale des entreprises. Ce dernier encourage les sociétés et ses actionnaires à consacrer des moyens et des ressources conséquentes au CA dans la lutte contre l'agressivité fiscale. Compte tenu des enjeux, recruter des profils techniques, ayant des compétences réelles en fiscalité et finance et une bonne connaissance du groupe de sociétés, semble être une solution pertinente pour favoriser l'optimisation fiscale et éviter les pratiques fiscales agressives.

Concernant les limites de cet article, nous admettons que la définition des sociétés agressives fiscalement est discutable, mais qu'à défaut d'avoir accès aux condamnations des sociétés par le juge fiscal, nous avons été contraints d'utiliser le taux d'imposition comme variable discriminante. Par ailleurs, il est parfois difficile d'obtenir les données

souhaitées, mais une étude plus précise des pratiques fiscales agressives et des profils des administrateurs aurait probablement permis d'affiner nos conclusions. Cela offre des perspectives de recherche considérables selon l'accessibilité future aux données espérées.

Article 3: The effects of board cultural diversity on ESG and financial performance: CAC40 vs OMX30

Le troisième et dernier article a été rédigé en anglais et a permis d'aborder la relation entre la diversité culturelle du CA et la performance RSE ou financière avec une approche comparative entre la France et la Suède. L'étude s'est appuyée sur un échantillon composé des plus grandes capitalisations boursières en France (CAC40) et en Suède (OMX30) pour la période 2018-2022, sur le modèle conceptuel de Hofstede, et sur des régressions linéaires multiples pour tester les hypothèses. De cet article, il en ressort une revue de littérature riche, mais aussi quelques résultats empiriques intéressants à partager dans le cadre de l'étude statistique. D'une part, nous avons observé que la diversité culturelle semble avoir un effet négatif sur la performance RSE des sociétés suédoises, résultats non constatés pour la performance comptable, alors que son effet semble non négatif pour la performance RSE des sociétés françaises, et même positif pour leur performance financière. D'autre part, nous avons constaté que la culture nationale représente un facteur déterminant dans la relation étudiée, les sociétés suédoises souffrant a priori davantage de la diversité culturelle du CA que leurs homologues françaises, probablement en raison de différences culturelles dans la gestion des conflits cognitifs et sociaux.

Cet article n°3 contribue à la littérature existante dans le sens où ce dernier interpelle sur la question de l'intérêt de la diversité culturelle dans les CA. La diversité culturelle peut certainement être très bénéfique pour la performance d'un CA, mais celle-ci doit être réfléchie et accompagnée pour éviter certains effets négatifs tels que les conflits et les problèmes de communication. La diversité culturelle, à différencier de la simple présence d'administrateurs de nationalité étrangère, est aussi à considérer en fonction du pays de référence. En s'appuyant sur la France et la Suède, deux pays reconnus pour leurs engagements RSE et leur culture partenariale, nous remarquons que la diversité culturelle n'est pas véritablement une source de performance RSE. Autre apport considérable, nous démontrons que la culture nationale d'un pays a un poids considérable dans le

management de la diversité, et plus précisément de l'interculturalité. Nous attirons l'attention sur le fait que les normes et valeurs d'un pays peuvent influencer sur la capacité d'un CA à surmonter certaines difficultés liées à la diversité culturelle. Pour illustrer, nous proposons une comparaison, jusqu'alors peu étudiée, entre la culture très consensuelle de la Suède et la culture plus conflictuelle de la France. Plus globalement, cet article prône la nécessité de considérer la culture nationale du pays avant d'envisager l'étude des principes et mécanismes de gouvernance, et la mobilisation de théories de gouvernance inspirées du modèle américain.

Au niveau des implications managériales possibles, il semble utile pour les sociétés d'approfondir la réflexion sur la diversité culturelle dans les CA pour que celle-ci soit pertinente et contribue à la performance de ce dernier. La diversité culturelle ne doit pas juste être encouragée dans un souci d'image du CA, mais bien selon des critères pertinents tels que les compétences, les connaissances, et les ressources apportées par l'administrateur de nationalité étrangère et les objectifs recherchés par la société (RSE, performance financière, nouveaux marchés, innovation ...). Il ne faut pas sous-estimer les difficultés possibles liées à la diversité culturelle, il convient de mettre en place des outils et un contexte de travail propice en vue de favoriser la communication, la compréhension et la qualité du travail entre les administrateurs.

Enfin, la principale limite de cet article réside dans l'accessibilité aux données sur les administrateurs, d'où un échantillon limité sur une période de cinq années pour réaliser l'étude statistique. Le choix méthodologique de comparer uniquement la France et la Suède et d'entrer dans des détails précis peut aussi être considéré comme une limite, l'étude des Etats-Unis ou du Royaume-Uni aurait pu apporter une valeur ajoutée. Au-delà de ces limites, nous insistons sur le fait que la question de la diversité culturelle devrait intéresser de plus en plus les chercheurs européens en gouvernance d'entreprise, et que cet article invite à réaliser des études comparatives précises pour mieux discerner les enjeux spécifiques pour chaque pays.