

L'influence dynamique de la séparation des fonctions de Président du Conseil d'Administration et de Dirigeant sur la performance des entreprises

Babarindé René ADEROMOU

Docteur en Sciences de Gestion, membre du Laboratoire de Finances, Entrepreneurial et de Comptabilité (LaFEC), UAC, Bénin, Email : adebarene@gmail.com
Associé au Laboratoire Finance d'Entreprise et Financement de l'Economie (FEFE) UCAD, Sénégal.

Résumé

L'objectif de cet article est de déterminer l'effet de la séparation des fonctions de PCA et de DG sur la performance des sociétés cotées. En utilisant l'estimateur dynamique LSDVC sur les données de panel de 26 sociétés cotées sur la période de 2000 à 2014, des résultats significatifs sont obtenus. Ces résultats indiquent un effet négatif et significatif de la séparation des fonctions de PCA et de DG sur la performance des sociétés non-financières cotées. Ces résultats confirment ainsi la théorie *stewardship* et vont à l'encontre des préconisations qui sont souvent faites dans la logique de la sécurité financière.

Mots-clés : Séparation des fonctions – Théorie de l'agence – Théorie *stewardship* – Sociétés non-financières cotées – Performance.

The dynamic influence of the separation of the functions of Chairman of the Board of Directors and Executive Officer on the companies' performance

Abstract

The objective of this paper is to determine the effect of the separation of functions on the performance of firms. By using the dynamic LSDVC estimator on panel data from 26 listed companies over the period from 2000 to 2014, significant results are obtained. The results indicate a negative and significant effect of the separation of the functions of Director and Chairman of the Board of Directors on the performance of listed non-financial companies. These results thus confirm the *stewardship* theory and go against the recommendations which are often made in the logic of the financial security.

Keywords: Separation of functions - Agency theory - Stewardship theory - Listed non-financial companies – Performance.

Introduction

La structure de leadership a un effet sur la performance des firmes. En effet, la question du lien entre les caractéristiques du conseil d'administration et la performance des firmes continue d'être objet de débat (Abdeljawad & Masri, 2020; Alves, 2020). Deux différentes théories ont émergé de la littérature sur la dualité de rôle du conseil d'administration. La théorie de l'agence (Fama & Jensen, 1983) préconise que le cumul des fonctions de Président du Conseil d'Administration (PCA) et de Directeur Général (DG) affecte négativement la performance des entreprises, parce que ce fait augmente le risque d'actions opportunistes de la part du dirigeant qui poursuivrait ses propres intérêts au détriment de ceux des actionnaires. Cependant, la théorie *stewardship* (Donaldson & Davis, 1991) suggère l'effet contraire en raison de l'unité de commandement qu'elle présente. Selon cette théorie, le Président Directeur Général n'est pas opportuniste et agit pour le bien de toutes les parties prenantes de l'organisation.

Depuis les études de Fama et Jensen (1983) et de Donaldson et Davis (1991), le débat sur la dualité du conseil d'administration a pris une nouvelle importance avec des arguments divergents. Certains auteurs (Bova et al., 2015; Ginglinger et al., 2011; Toe et al., 2017) soutiennent l'idée selon laquelle la séparation des fonctions dilue le pouvoir du dirigeant et par conséquent augmente la probabilité que les actions et les attentes de ce dernier et du conseil soient en contradiction. Ce fait augmenterait le risque de conflit qui occasionne la baisse de la performance. Ces derniers militent pour le cumul des deux fonctions qui favoriserait la poursuite d'intérêts stratégiques et l'enracinement des dirigeants.

Cependant, d'autres auteurs (Duru et al., 2016; Mizruchi, 1983; Vance, 1983) pensent que la séparation des deux fonctions permet de renforcer l'indépendance du conseil d'administration et le contrôle qui favorisent l'amélioration de la performance. Pour ces auteurs, le cumul des fonctions affecte négativement et significativement la performance.

L'objectif de cet article est de déterminer l'effet de la séparation des fonctions de Président du Conseil d'Administration (PCA) et de Directeur Général (DG) sur la performance des sociétés non-financières cotées sur la Bourse Régionale des Valeurs Mobilières. Trois raisons fondamentales différencient cette recherche de celles existantes.

Premièrement, Chang et al. (2018) apportent les preuves que la dualité du conseil d'administration profite à une entreprise dans un environnement politique d'incertitude. Or, les marchés émergents ont des institutions qui fonctionnent mal, ce qui entraîne de graves problèmes d'agence et d'information. Les groupes d'entreprises de ces marchés ont le potentiel d'offrir, à la fois, des avantages aux entreprises membres et de détruire la valeur (Khanna & Palepu, 2000). Pourtant, certaines études, comme celles de Kyereboah-Coleman (2008), de Ehikioya (2009), tendent à prôner la séparation des fonctions de PCA et de DG pour la plupart des entreprises des pays africains où la protection des investisseurs reste faible. Il est donc important de vérifier si ce point de vue est applicable à toutes les entreprises et sur toutes les places financières.

Deuxièmement, la BRVM est dominée par les sociétés contrôlées par de grands groupes étrangers. Ces groupes détiennent, pour la plupart, la majorité des actions dans ces sociétés cotées sur ce marché. Or, pour Young et al. (2008), le faible soutien institutionnel aux mécanismes de gouvernance officiels augmente les coûts d'application des contrats d'agence indépendants. Ce faible soutien

institutionnel s'associerait à la concentration de l'actionnariat pour engendrer les conflits entre les actionnaires. Dans un tel environnement, il est important de savoir si la séparation des fonctions permet de renforcer l'indépendance du conseil d'administration et la performance des firmes.

Troisièmement, le cadre de gouvernance d'entreprise des pays de l'Union Economique et Monétaire Ouest-Africaine (UEMOA) est une juridiction sans code explicite où plusieurs lois, actes et circulaires jouent le rôle de code de gouvernance d'entreprise (Adéromou & Sall, 2019). Cet article est donc d'un intérêt particulier pour le Conseil Régional de l'Epargne Publique et des Marchés Financiers qui est l'organe de régulation de tutelle du marché financier régional de l'UEMOA dans le cadre de l'élaboration d'un éventuel code de gouvernance.

Après avoir développé les théories de l'agence et *stewardship*, la récession de la littérature sur le lien entre la séparation ou le cumul des fonctions de PCA et de DG sur la performance des sociétés a été faite. Cette rubrique est suivie de la présentation de la méthodologie et des résultats ainsi que la discussion. L'article est conclu sur la dimension *stewardship* de la structure de leadership de ces sociétés.

1. Structure de leadership : Théorie de l'agence versus théorie *stewardship*

Les scandales du début des années 2000 dans les entreprises ont conduit à la mise en place de réformes profondes en ce qui concerne les mécanismes de gouvernance. L'indépendance des administrateurs est encouragée ou a été rendue obligatoire dans de nombreux pays (Bourjade et al., 2016). Ces réformes ont guidé jusqu'à présent certaines recherches et recommandations ou orientations portant sur la structure de leadership des entreprises en Afrique (Ayogu, 2001; Ehikioya, 2009; Jumanne & Keong, 2018; Kyereboah-Coleman, 2008; Kyereboah-Coleman & Biekpe, 2006; Tsamenyi et al., 2007). Ces orientations reposent sur des théories qui s'opposent parfois.

Les théories des organisations ont essayé de qualifier les mutations et les modèles de gouvernance qui découlent des formes de capitalisme, c'est-à-dire le managérial, l'actionnarial et le partenarial (Barka & Marco, 2017). En effet, plusieurs auteurs se sont intéressés aux deux acteurs primordiaux de la gouvernance : les actionnaires et les dirigeants.

Les actionnaires et les dirigeants sont deux acteurs clefs sur lesquels se base la stratégie de leadership. D'aucuns soutiennent qu'il existe toujours de supers-PDG (Belinga, 2016). Ainsi, les actionnaires sont amenés à intervenir dans les crises du contrôle pour prendre la tête du processus de succession et amener des dirigeants à être en accord avec leurs objectifs à cause de leur dépendance des cadres dirigeants pour mettre en œuvre les stratégies de profit (Foureault, 2018).

Cependant, d'autres pensées militent pour le renforcement du contrôle au lieu de penser à une succession. Selon Valérian (2019), face au risque lié à un comportement fautif du dirigeant de l'entreprise, il faut imaginer une réforme du gouvernement de l'entreprise, réforme inspirée par le principe de séparation des pouvoirs et créant une nouvelle fonction, celle de directeur du risque et de la conformité, en le rattachant directement au conseil d'administration. L'idée de succession en cumulant les fonctions de PCA et de DG et celle du principe de séparation s'opposent.

La théorie des organisations et la politique commerciale ont été fortement influencées par la théorie de l'agence qui décrit les cadres supérieurs de la grande entreprise moderne comme des agents dont les intérêts peuvent aller à l'encontre de ceux des actionnaires. Les deux parties sont des acteurs qui maximisent l'utilité, mais différemment (Jensen & Meckling, 1976). Selon la théorie de l'agence, les pertes du principal résultant d'une divergence d'intérêts peuvent être réduites en imposant des structures de contrôle à l'agent. Bien que la théorie de l'agence semble être le paradigme dominant qui sous-tend la plupart des recherches et des prescriptions en matière de gouvernance, les chercheurs en psychologie et en sociologie ont suggéré des limites à la théorie de l'agence (Hirsch et al., 1987).

La dualité signifie que la même personne cumule les mandats de président du conseil d'administration (PCA) et de directeur général (DG). Cette dualité s'oppose à la séparation des fonctions (Brickley et al., 1997).

En effet, selon Brickley et al. (1997), les actionnaires activistes et les autorités de régulation ont fait pression sur les entreprises américaines pour séparer les mandats de directeur général et de président du conseil d'administration. Ces derniers soutiennent que la séparation des deux fonctions réduit les coûts d'agence dans les sociétés et améliore les performances. Selon la théorie de l'agence, la dualité empêche le bon fonctionnement des prérogatives de contrôle du conseil d'administration. Ceci entraîne des coûts d'agence et affecte négativement la performance de l'entreprise

Bien que la théorie de l'agence ait traité de la divergence entre les intérêts entre le principal et l'agent, une théorie supplémentaire a été nécessaire pour expliquer ce qui, le cas échéant, entraîne l'alignement des intérêts. La théorie *stewardship* a été introduite comme moyen de définir des relations basées sur d'autres prémisses comportementales.

La théorie *stewardship* définit des situations dans lesquelles les gestionnaires ne sont pas motivés par des objectifs individuels, mais sont plutôt des administrateurs dont les motifs sont alignés sur les objectifs des autres acteurs (Donaldson & Davis, 1990, 1991). La théorie *stewardship* considère donc que la dualité améliore la performance de l'entreprise vu qu'elle permet au PDG de disposer de toutes les informations et de travailler en harmonie avec les autres administrateurs. En effet, selon cette théorie, la séparation de la fonction de direction générale et celle de la présidence du conseil d'administration favorise l'apparition des conflits d'intérêts.

Ces deux théories s'opposent. La rubrique suivante renseigne sur l'effet de l'option d'un de ces théories ou de la combinaison des deux sur la performance des firmes.

2. Séparation des fonctions et la performance des firmes

Les pratiques de gouvernance relatives à la structure, à la composition et au fonctionnement du conseil d'administration portent généralement sur la forme duale, la forme bicamérale, la diversité, la taille du conseil d'administration ainsi que les différentes formes de relations entre la direction et les administrateurs. La structure non-duale, c'est-à-dire la séparation entre des fonctions de Directeur Général et de Président du Conseil d'Administration ou même l'existence de la forme bicamérale du conseil d'administration (directoire et conseil de surveillance) ou encore la structure moniste avec un dirigeant dominant continue d'être l'objet des débats.

La position de séparation des fonctions est soutenue par Mizruchi (1983), Vance (1983) et Lorsch et Young (1990). Rhoades et al. (2001) corroborent les résultats des études précédentes et affirment que les firmes optant pour la séparation des deux rôles ont des rendements comptables supérieurs à ceux des firmes où les deux rôles sont combinés dans les mains de la même personne.

Le cumul des deux fonctions de dirigeant et de Président du Conseil d'Administration confère aux dirigeants un pouvoir discrétionnaire plus important, ce qui favoriserait la poursuite d'intérêts stratégiques et l'enracinement des dirigeants (Bova et al., 2015; Ginglinger et al., 2011; Toe et al., 2017). Toe et al. (2017), dans une étude basée sur la méthode d'estimations des GMM en panel dynamique qui permet de traiter les problèmes d'endogénéité aboutit au même résultat.

De plus, Godard et Schatt (2000) constatent que les entreprises ayant opté pour la dualité des fonctions sont plus rentables à long terme. D'autres études indiquent que les entreprises qui adoptent la séparation des fonctions de directeur général et de président du conseil obtiennent de meilleurs résultats que celles qui combinent ces deux fonctions (Berg & Smith, 1978; Boyd, 1995; Pi & Timme, 1993b). L'argument avancé est que la combinaison des fonctions diminue l'efficacité du conseil d'administration et augmente le risque d'actions opportunistes de la part du dirigeant qui prend la position de juge et de partie.

La théorie *stewardship* ou théorie de la convergence avance que le cumul de ces deux fonctions devrait conduire à une meilleure performance parce que le Président Directeur Général (PDG), selon cette théorie n'est pas opportuniste et agirait pour le bien de l'entreprise. La séparation des fonctions diluerait le pouvoir du dirigeant et par conséquent augmente la probabilité que les actions et les attentes du dirigeant et du conseil soient en contradiction (Donaldson et al., 1989; Donaldson & Davis, 1990, 1991; Duru, Iyengar, & Zampelli, 2016; Muth & Donaldson, 1998; Rachdi & El Gaid, 2009). Pour d'autres, la variable liée au cumul des fonctions de président du conseil d'administration et le directeur général augmenterait même la probabilité de fraude managériale (Feki & Khoufi, 2008; Klein, 2002).

Cependant, certains auteurs comme Romdhane (2015) expriment que la séparation entre la présidence du conseil et la direction n'a pas de relation significative avec la structure du capital.

Par exemple, Principe (2016) a constaté que la dualité n'a aucun effet sur l'innovation. Toe et al. (2017) ont utilisé les régressions dynamiques pour obtenir les mêmes résultats.

Mais d'autres sont arrivés à justifier l'un ou l'autre effet en développant une approche contingente. Pour ces auteurs, l'effet de la dualité sur la performance des entreprises dépend de l'environnement institutionnel (Chang et al., 2018). Boyd (1995) avait constaté que la direction et l'ampleur de la relation dualité-performance variaient systématiquement à travers les dimensions environnementales de Dess et Beard (1984). Ces constats apportent un soutien partiel aux perspectives d'agence et d'intendance.

Elsayed (2007) suggère que la dualité n'atteint un coefficient positif et significatif que lorsque la performance de l'entreprise est faible. En utilisant le choc exogène de l'Accord de libre-échange entre le Canada et les États-Unis de 1989, Yang et Zhao (2014) constatent que les entreprises ayant une structure duale surpassent les entreprises sans dualité de 3 à 4% lorsque leur environnement concurrentiel change. De plus, la différence de performance est plus grande pour les entreprises

ayant des coûts d'information plus élevés et une meilleure gouvernance d'entreprise. Ces résultats soulignent les avantages de la dualité dans la réduction des coûts d'information et la rapidité des décisions.

3. Méthodologie de recherche

L'objectif de cet article est de déterminer l'effet de la séparation des fonctions de Président du Conseil d'Administration et de Directeur Général sur la performance des sociétés non-financières cotées. Cette rubrique est consacrée à la présentation de l'échantillon de l'étude, des données et de la méthode ainsi que des modèles d'analyse utilisés.

3.1. Echantillon et données collectées

Les sociétés non-financières cotées de l'indice BRVM composite composent l'échantillon de l'étude. Ces sociétés sont encadrées par plusieurs lois et actes. Les données utilisées sont obtenues de la base de données financières de la BRVM et des rapports des sociétés concernées. Sont concernées, les données de 26 sociétés non-financières ayant des informations disponibles en continu sur la période de 2000 à 2014. Les données relatives à la structure de leadership sont contenues dans les rapports annuels. Les autres informations sont obtenues des états financiers.

3.2. Spécifications de modèles et mesures des variables

La plupart des liens entre les variables de gouvernance d'entreprise sont désormais établis à l'aide des estimateurs dynamiques (Akbar et al., 2016; Alipour et al., 2019; Al-Sartawi & Sanad, 2019; Y.-K. Chang et al., 2015; Duru et al., 2016; Kong et al., 2020; Kyereboah-Coleman, 2008; Naciti, 2019; Nguyen et al., 2015; Pham et al., 2011; Shao, 2019; Wintoki et al., 2012). Lorsqu'on s'intéresse aux variables de gouvernance d'entreprise, la prise en compte des relations dynamiques entre les construits devient une nécessité afin d'éviter des biais (Bazdresch et al., 2018; Coles et al., 2012; Dang et al., 2015; Wintoki et al., 2012). Les modèles à estimer, dont le nombre s'élèvent à deux, se présentent comme suit :

$$ROA_{it} = \alpha ROA_{it-1} + \beta Scfca_{it} + \gamma_1 LnTA + \gamma_2 DCP + \gamma_3 VarCA + \mu_i + \epsilon_{it} \quad (1)$$

$$TobinQ_{it} = \alpha TobinQ_{it-1} + \beta Scfca_{it} + \gamma_1 LnTA + \gamma_2 DCP + \gamma_3 VarCA + \mu_i + \epsilon_{it} \quad (2)$$

La variable indépendante est la séparation des fonctions (Scfca). La dualité du conseil d'administration comme la séparation des fonctions est mesurée par une variable binaire (Duru et al., 2016a; Elsayed, 2007; Rachdi & El Gaied, 2009; Yang & Zhao, 2014). Une partie de l'alittérature et les codes de gouvernance ont un penchant pour la séparation des fonctions de PCA et de DG, cette recherche a préféré le concept de séparation des fonctions qui est à l'opposé de la dualité. Le ratio d'endettement (leverage), la taille de l'entreprise (LnTA) et la variation du chiffre d'affaires (VarCA) sont les variables de contrôle utilisées dans le cadre de cette étude.

Pour la variable dépendante, la rentabilité des actifs investis (ROA) et le Q de Tobin (Tobinq) ont été utilisés comme mesure de la performance. Le ROA est le fruit des contraintes professionnelles en matière de présentation de résultat ; le Q de Tobin intègre la psychologie des investisseurs dans la

valorisation des actions des sociétés. Il existe un lien positif et significatif entre les deux variables (Landsman & Shapiror, 1995). Plusieurs auteurs (Ningsih et al., 2020; Yang & Zhao, 2014) ont utilisé ces variables comme mesure de la performance. C'est pourquoi les choix effectués reposent sur ces mesures. Le tableau suivant présente le récapitulatif de la définition des variables utilisées.

Tableau 1 : Définition des variables

Variables	Indicateurs	Dénomination
Performance	ROA étant obtenu par le rapport entre le résultat net et le total actif.	ROA
	Q de Tobin étant Valeur de marché des actifs / valeur de remplacement des actifs.	TOBINQ
Séparation des fonctions	Variable binaire : Elle prend la valeur 1 si le PCA ne joue pas le rôle de DG dans la société et 0, sinon	SCFCA
Leverage	Dettes/Capitaux propres	D/CP
Taille	Logarithme népérien du total actif	LnTA
Variation du chiffre d'affaires	Croissance du chiffre d'affaires de l'entreprise entre t-1 et t.	VarCA

L'estimateurs LSDVC initialisé par l'estimateur GMM d'Anderson-Hsiao (Bruno, 2005a, 2005b) ont été utilisés pour tester les modèles. En effet, les erreurs-types asymptotiques estimées peuvent être de mauvaises approximations dans de petits échantillons (Bun & Kiviet, 2001). Selon Ayuk et Kaboré (2012), cet estimateur est plus efficace que la méthode GMM pour les petits échantillons. C'est cette raison qui a permis de préférer l'estimateur LSDVC au GMM ordinaire. En outre, la signification statistique des coefficients LSDVC a été testée à l'aide d'erreurs-types bootstrappées (Bruno, 2005a et 2005b).

Dans le cadre de l'analyse des modèles sur données de panel, qui incluent des variables dépendantes retardées, l'importance des conditions initiales ne disparaît pas (Blundell & Bond, 1998; Blundell & Smith, 1990). Ainsi, Blundell et Smith (1990) proposent le test post-estimation de Wald comme stratégie pour substituer les conditions initiales. Pour tenir compte de cette proposition, nous avons effectué les tests d'hypothèses de linéarité post-estimations de Wald.

4. Résultats empiriques, portée et discussion

Dans cette rubrique, le but est d'expliquer les résultats de la recherche. Expliquer ici consiste à utiliser des théories et des faits pour montrer en quoi et comment la séparation des fonctions de PCA et de DG cause des niveaux de performance des sociétés de l'échantillon. En d'autres termes, il s'agit de dire pourquoi la séparation des fonctions affecte négativement ou positivement la performance ou pourquoi elle ne l'affecte pas.

Cette explication permet donc de répondre si la séparation des fonctions dans les sociétés non-financières cotées sur la Bourse Régionale des Valeurs Mobilières favorisent leurs performances. Le premier point est consacré à la présentation des résultats. En ce qui concerne ce point, les tests économétriques ont été présentés et commentés. Le second point a permis de confronter les résultats à la revue de la littérature.

4.1. Séparation des fonctions de dirigeant et de président du conseil d'administration et performance des sociétés non-financières cotées

L'effet de la séparation des fonctions de Président du conseil d'administration et de dirigeant (Scfca) sur la performance opérationnelle et boursière est mesuré par le Modèle (1) et le Modèle (2). Le modèle six (1) s'intéresse à l'effet de la séparation des fonctions de dirigeant et de président du conseil d'administration sur la rentabilité des actifs investis (ROA) et le modèle (2) s'intéresse à l'effet de la séparation des deux fonctions sur la rentabilité boursière (Q de Tobin). Les tests sont effectués par l'estimateur LSDVC. Le tableau 2 ci-après résume les résultats obtenus par le test de ces modèles.

Tableau 2 : Résultats de la régression estimant l'effet de la séparation des fonctions de dirigeant et de président du conseil d'administration sur la performance des sociétés.

VARIABLES	Modèle (1)	Modèle (2)
	ROA	TobinQ
L.roa	0.106** (0.0581)	
scfca	-0.101** (0.0506)	-0.798* (0.431)
Lnta	0.0497 (0.0314)	-2.360*** (0.274)
Varca	7.24e-05 (0.000296)	-1.80e-06 (0.00256)
Dcp	7.94e-06 (4.69e-05)	-0.000324 (0.000411)
Muette année	Non	Oui
L.tobinq		0.408*** (0.0491)

Observations	364	364
Number of id	26	26
Wald test Chi2 (7)	4663.68	4047.23
Prob > chi2	0.0000	0.0000

Standard errors in parentheses

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

Les résultats du modèle (1) montrent la régression du ratio de rentabilité des actifs investis par la séparation des fonctions de dirigeant et de président du Conseil d'Administration. Cette régression montre un effet négatif et significatif au seuil de 5% de la séparation des deux fonctions sur la rentabilité des actifs investis. Cet effet est aussi négatif et significatif au seuil de 10% en ce qui concerne le modèle (2).

En effet, les résultats montrent que si les deux fonctions sont séparées, la performance des sociétés non-financières cotées sur la BRVM tend à baisser. Ainsi, lorsque la structure du conseil est duale, la rentabilité des actifs investis va tendre à augmenter. Les variables retardées sont significatives. Le coefficient de la variable muette relatif au temps n'est pas significatif pour le Modèle (1), mais significatif pour le Modèle (2).

4.2. Portée et discussion des résultats

Les résultats de cette recherche montrent que la séparation des fonctions de Directeur Général et de Président du Conseil d'Administration affecte négativement la performance des sociétés non-financières cotées sur la BRVM. Ainsi, la tendance qui consiste à généraliser l'effet positif de la séparation des fonctions n'est pas confirmée dans cette étude.

En effet, Kyereboah-Coleman (2008) a examiné l'effet de la gouvernance d'entreprise sur la performance des entreprises en Afrique en utilisant des mesures de performance basées sur le marché et la comptabilité. Des données provenant de 103 entreprises cotées du Ghana, d'Afrique du Sud, du Nigeria et du Kenya et couvrant la période quinquennale 1997-2001 ont été utilisées. Les analyses effectuées sur des données de panel dynamique indiquent que les conseils d'administration indépendants améliorent la valeur de l'entreprise et que le cumul des fonctions de Directeur Général et de Président du Conseil d'Administration a un effet négatif sur le rendement de l'entreprise. Ce qui veut dire que la séparation des fonctions affecterait positivement la performance de ces entreprises. Ce même constat est fait par Ehikioya (2009) sur le cas du Nigeria qui était déjà contenu dans les études de Kyereboah-Coleman (2008). La plupart de ces pays disposent d'un code de gouvernance qui permettrait de renforcer la protection des investisseurs minoritaires. L'environnement de la BRVM diffère donc de ceux-ci.

Les résultats des tests statistiques ont montré que la séparation des fonctions de Président du Conseil d'administration et de Dirigeant affecte négativement la rentabilité des actifs investis et la rentabilité boursière. En effet, la performance de ces entreprises tend à s'accroître lorsque la structure du conseil d'administration est duale. Ce qui confirme la théorie *stewardship* (Donaldson & Davis, 1991) selon laquelle les managers ne sont pas toujours motivés par leurs intérêts individuels, mais économes et militants pour l'intérêt général.

Le cumul des deux fonctions de dirigeant et de Président du Conseil d'Administration confère aux dirigeants un pouvoir discrétionnaire plus important, ce qui favoriserait la poursuite d'intérêts stratégiques et l'enracinement des dirigeants (Bova et al., 2015; Ginglinger et al., 2011; Toe et al., 2017). Toe et al. (2017), en utilisant les estimateurs GMM en panel dynamique qui permet de traiter les problèmes d'endogénéité aboutissent aux mêmes résultats.

Ainsi, dans le contexte de BRVM, la dualité permet de meilleures performances. Il est important, dans ce cas, que l'entreprise soit gérée par la même personne qui préside le Conseil d'Administration pour éviter les malentendus. Cette option offrirait plus de flexibilité pour saisir de nouvelles opportunités et conduire à de meilleures performances. D'ailleurs, Godard et Schatt (2000) avaient déjà constaté que les entreprises ayant opté pour la dualité des fonctions sont plus rentables à long terme.

D'autres études indiquent que les entreprises qui adoptent la séparation des fonctions de directeur général et de président du conseil obtiennent de meilleurs résultats que celles qui combinent ces deux fonctions (Berg & Smith, 1978; Boyd, 1995; Pi & Timme, 1993). L'argument avancé est que la combinaison des fonctions diminue l'efficacité du conseil d'administration et augmente le risque d'actions opportunistes de la part du dirigeant qui prend la position de juge et de partie.

Le débat théorique sur le choix entre cumul et séparation des fonctions a mis en avant deux points de vue opposés quant à l'opportunité de l'un ou l'autre des deux régimes. Une grande partie des études recommande la séparation des fonctions, l'argument avancé est que cette séparation permet le contrôle des décisions des administrateurs et diminue les conflits d'agence (Fama & Jensen, 1983; Jensen, 1993; Pi & Timme, 1993). Cependant, Principe (2016) a constaté que la dualité n'a aucun effet sur l'innovation, par conséquent, elle n'affecterait pas la performance.

Ces résultats contradictoires peuvent être dus à la différence des méthodes utilisées par les différents auteurs et peut être compte tenu du caractère endogène reconnu aux données liées à la gouvernance d'entreprise. Plusieurs auteurs indiquent que les estimateurs GMM et LSDVC sont les plus adaptés pour ces types de données. Dans le cadre de cette recherche, les régressions dynamiques ont été faites avec les estimateurs LSDVC et les résultats sont conformes à ceux de Toe et al. (2017) ayant utilisé les estimateurs dynamiques.

Dans notre contexte de marché de petite taille et dominé par les sociétés sous contrôle de grands groupes étrangers, la séparation des fonctions affecte négativement la performance. Ceci traduit que la dualité a un effet positif sur la performance. La séparation des fonctions doit être associée à d'autres variables de gouvernance pour être efficace.

Conclusion

L'objectif de cet article est de déterminer l'effet de la séparation des fonctions de Président du Conseil d'Administration (PCA) et de Directeur Général (DG) sur la performance des sociétés non-financières cotées sur la Bourse Régionale des Valeurs Mobilières. En effet, la question du lien entre les caractéristiques du conseil d'administration et la performance des firmes continue d'être d'actualité (Abdeljawad & Masri, 2020 ; Alves, 2020). Comme il a été dit plus haut, deux théories différentes ont émergé de la littérature sur la dualité de rôle du conseil d'administration. La théorie de l'agence (Fama & Jensen, 1983) préconise que le cumul des fonctions de Président du Conseil

d'Administration et de Directeur Général affecte négativement les performances de l'entreprise, parce que ce fait augmente le risque d'actions opportunistes de la part du dirigeant qui poursuivrait ses propres intérêts au triment de ceux des actionnaires.

Cependant, la théorie *stewardship* (Donaldson & Davis, 1991) suggère l'effet contraire en raison de l'unité de commandement qu'elle présente. En utilisant l'estimateur dynamique LSDVC sur les données de panel de 26 sociétés cotées sur la période de 2000 à 2014, les résultats indiquent un effet négatif et significatif de la séparation des fonctions de Directeur et de Président du Conseil d'Administration sur la performance des sociétés non-financières cotées. Ces résultats confirment ainsi la théorie *stewardship* et vont à l'encontre des préconisations qui sont souvent faites dans la logique de la sécurité financière.

La séparation des fonctions, si elle doit être préconisée, doit être associée à d'autres paramètres de gouvernance d'entreprise. Dans le contexte des multinationales cotées sur la BRVM, les résultats plaident pour la dualité des fonctions de Président du Conseil d'Administration (PCA) et de Directeur Général (DG). L'adoption prochaine d'un code de gouvernance est un des enjeux majeurs pour les sociétés cotées sur la BRVM afin de favoriser la gouvernance et l'investissement responsable. Les résultats de cet article sont indicatifs pour un choix responsable en matière de structure de leadership.

Cet article n'a pas pu prendre en compte les sociétés financières cotées sur la BRVM. Il serait important qu'une étude future s'intéresse à la structure de gouvernance des banques et son effet sur leur performance. Il pourrait être intéressant de voir l'effet de l'articulation concentration de l'actionnariat - structure de leadership – performance des sociétés dans le cadre d'une méta-analyse afin de mieux orienter les choix stratégiques des sociétés. Les sociétés du compartiment des petites capitalisations devront, à la fin du processus de leur cotation, faire l'objet également d'une étude pour faire de ce projet une réussite dans le temps.

Références bibliographiques

Abdeljawad, I., & Masri, R. M. (2020). Board Characteristics and Corporate Performance: Evidence From Palestine. *An-Najah University Journal for Research-B (Humanities)*, 34(4).

Adéromou, B. R., & Sall, M. B. (2019). The Minority investor protection and corporate governance practices. *Journal of Academic Finance*, 10(2), 102–117.

Akbar, S., Poletti-Hughes, J., El-Faitouri, R., & Shah, S. Z. A. (2016). More on the relationship between corporate governance and firm performance in the UK: Evidence from the application of generalized method of moments estimation. *Research in International Business and Finance*, 38, 417-429. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2016.03.009>

Alipour, M., Ghanbari, M., Jamshidinavid, B., & Taherabadi, A. (2019). Does board independence moderate the relationship between environmental disclosure quality and performance? Evidence from static and dynamic panel data. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*.

Al-Sartawi, A. M. M., & Sanad, Z. (2019). Institutional ownership and corporate governance: Evidence from Bahrain. *Afro-Asian Journal of Finance and Accounting*, 9(1), 101–115.

Alves, S. (2020). CEO Duality and Firm Performance: Portuguese Evidence. In *Conceptual and Theoretical Approaches to Corporate Social Responsibility, Entrepreneurial Orientation, and Financial Performance* (p. 227–246). IGI Global.

Ayogu, M. D. (2001). Corporate governance in Africa: The record and policies for good corporate governance. *African Development Review*, 13(2), 308–330.

Ayuk, E. T., & Kaboré, S. T. (2012). *Wealth through integration: Regional integration and poverty-reduction strategies in West Africa* (Vol. 4). Springer Science & Business Media.

Barka, H. B., & Marco, L. (2017). Le conseil d'administration : Évolution des rôles dans les mutations du capitalisme. *La Revue des Sciences de Gestion*, 1, 39–47.

Bazdresch, S., Kahn, R. J., & Whited, T. M. (2018). Estimating and Testing Dynamic Corporate Finance Models. *The Review of Financial Studies*, 31(1), 322-361. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhx080>

Belinga, R. (2016). Qui a dit que les super-PDG n'existaient pas ? *Entreprises et histoire*, n° 83(2), 143-145.

Berg, S. V., & Smith, S. K. (1978). CEO and board chairman: A quantitative study of dual vs. unitary board leadership. *Directors and Boards*, 3(1), 34–39.

Blundell, R., & Bond, S. (1998). Initial conditions and moment restrictions in dynamic panel data models. *Journal of econometrics*, 87(1), 115–143.

Blundell, R., & Smith, R. J. (1990). Conditions initiales et estimation efficace dans les modèles dynamiques sur données de panel : Une application au comportement d'investissement des entreprises. *Annales d'Économie et de Statistique*, 20/21, 109-123.

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

- Bova, F., Dou, Y., & Hope, O.-K. (2015). Employee ownership and firm disclosure. *Contemporary Accounting Research*, 32(2), 639–673.
- Boyd, B. K. (1995). CEO duality and firm performance: A contingency model. *Strategic Management Journal*, 16(4), 301–312.
- Brickley, J. A., Coles, J. L., & Jarrell, G. (1997). Leadership structure: Separating the CEO and chairman of the board. *Journal of corporate Finance*, 3(3), 189–220.
- Bruno, G. S. (2005a). Approximating the bias of the LSDV estimator for dynamic unbalanced panel data models. *Economics letters*, 87(3), 361–366.
- Bruno, G. S. (2005b). *XTLSDVC : Stata module to estimate bias corrected LSDV dynamic panel data models*.
- Bun, M. J., & Kiviet, J. F. (2001). *The accuracy of inference in small samples of dynamic panel data models*. Tinbergen Institute discussion paper.
- Chang, K., Lee, J., & Shim, H. (2018). CEO Duality and Firm Performance: Does Economic Policy Uncertainty Mediate the Relation? *International Review of Finance*, 19(4), 877-891.
- Chang, Y.-K., Chen, Y.-L., Chou, R. K., & Huang, T.-H. (2015). Corporate governance, product market competition and dynamic capital structure. *International Review of Economics & Finance*, 38, 44-55.
- Coles, J. L., Lemmon, M. L., & Meschke, J. F. (2012). Structural models and endogeneity in corporate finance : The link between managerial ownership and corporate performance. *Journal of Financial Economics*, 103(1), 149–168.
- Dang, V. A., Kim, M., & Shin, Y. (2015). In search of robust methods for dynamic panel data models in empirical corporate finance. *Journal of Banking & Finance*, 53, 84–98.
- Dess, G. G., & Beard, D. W. (1984). Dimensions of organizational task environments. *Administrative science quarterly*, 52–73.
- Donaldson, K., Brown, G. M., Brown, D. M., Bolton, R. E., & Davis, J. M. (1989). Inflammation generating potential of long and short fibre amosite asbestos samples. *Occupational and Environmental Medicine*, 46(4), 271–276.
- Donaldson, L., & Davis, J. H. (1990). *CEO governance and shareholder returns: Agency theory or stewardship theory*. Australian graduate School of Management, University of New South Wales.
- Donaldson, L., & Davis, J. H. (1991). Stewardship theory or agency theory: CEO governance and shareholder returns. *Australian Journal of management*, 16(1), 49–64.
- Duru, A., Iyengar, R. J., & 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. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2016.04.001>
- Ehikioya, B. I. (2009). Corporate governance structure and firm performance in developing economies: Evidence from Nigeria. *Corporate Governance: The international journal of business in society*, 9(3), 231-243. <https://doi.org/10.1108/14720700910964307>
- Elsayed, K. (2007). Does CEO Duality Really Affect Corporate Performance? *Corporate Governance: An International Review*, 15(6), 1203-1214. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2007.00641.x>

- Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). Separation of ownership and control. *The journal of law and Economics*, 26(2), 301–325.
- Feki, A., & Khoufi, W. (2008). L'effet des caractéristiques du conseil d'administration et de la qualité de l'information financière sur le coût de la dette (Cas des entreprises industrielles françaises). *LA COMPTABILITE, LE CONTRÔLE ET L'AUDIT ENTRE CHANGEMENT ET STABILITE*, CD–Rom.
- Foureault, F. (2018). Un PDG détrôné par la finance ? *Terrains travaux*, N° 33(2), 101-126.
- Ginglinger, E., Megginson, W., & Waxin, T. (2011). Employee ownership, board representation, and corporate financial policies. *Journal of Corporate Finance*, 17(4), 868–887.
- Godard, L., & Schatt, A. (2000). Quelles sont les caractéristiques optimales du conseil d'administration? *La Revue du Financier*, 127, 36–47.
- Hirsch, P., Michaels, S., & Friedman, R. (1987). Is Sociology in Danger of Being Seduced by Economics. *Theory and Society*, 16(3), 317–36.
- Jensen, M. C. (1993). The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems. *the Journal of Finance*, 48(3), 831–880.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of financial economics*, 3(4), 305–360.
- Jumane, B. B., & Keong, C. C. (2018). Ownership concentration, foreign ownership and corporate performance among the listed companies in East African community: The role of quality institutions. *African Journal of Accounting, Auditing and Finance*, 6(1), 70-90. <https://doi.org/10.1504/AJAAF.2018.091141>
- Khanna, T., & Palepu, K. (2000). Is Group Affiliation Profitable in Emerging Markets? An Analysis of Diversified Indian Business Groups. *The Journal of Finance*, 55(2), 867-891. <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00229>
- Klein, A. (2002). Audit committee, board of director characteristics, and earnings management. *Journal of accounting and economics*, 33(3), 375–400.
- Kong, Y., Famba, T., Chituku-Dzimiro, G., Huaping, S., & Kurauone, O. (2020). *The Board Model Corporate Governance Mechanism and Financial Performance of Non-financial Listed Chinese Firms*.
- Kyereboah-Coleman, A. (2008). Corporate governance and firm performance in Africa : A dynamic panel data analysis. *Studies in Economics and Econometrics*, 32(2), 1–24.
- Kyereboah-Coleman, A., & Biekpe, N. (2006). The relationship between board size, board composition, CEO duality and firm performance: Experience from Ghana. *Corporate Ownership and Control*, 4(2), 114–122.
- Landsman, W. R., & Shapiror, A. C. (1995). Tobin's q and the Relation between Accounting ROI and Economic Return. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 10(1), 103-118. <https://doi.org/10.1177/0148558X9501000108>
- Lorsch, J., & Young, J. (1990). Pawns or potentates: The reality of America's corporate boards. *The Executive*, 4(4), 85–87.

- Michel-Kerjan, E. (2006). Vulnérabilité financière face aux « risques à grande échelle » : La parole est à la première industrie au monde.». *Annales des Mines*, 14–25. <http://www.anales.org/site/re/2006/re43/Michel-Kerjan.pdf>
- Mizruchi, M. S. (1983). Who controls whom? An examination of the relation between management and boards of directors in large American corporations. *Academy of Management review*, 8(3), 426–435.
- Muth, M., & Donaldson, L. (1998). Stewardship theory and board structure : A contingency approach. *Corporate Governance: An International Review*, 6(1), 5–28.
- Naciti, V. (2019). Corporate governance and board of directors : The effect of a board composition on firm sustainability performance. *Journal of Cleaner Production*, 237, 117727.
- Nguyen, T., Locke, S., & Reddy, K. (2015). Ownership concentration and corporate performance from a dynamic perspective : Does national governance quality matter? *International Review of Financial Analysis*, 41, 148–161.
- Ningsih, R., Nirwanto, N., & Zuhroh, D. (2020). Return on Assets, Firm Value, and Good Corporate Governance : Empirical at Foreign Exchange Banks In Indonesia. *MEC-J (Management and Economics Journal)*, 4(1), 25–32.
- Pham, P. K., Suchard, J.-A., & Zein, J. (2011). Corporate governance and alternative performance measures: Evidence from Australian firms. *Australian Journal of Management*, 36(3), 371-386. <https://doi.org/10.1177/0312896211413035>
- Pi, L., & Timme, S. G. (1993). Corporate control and bank efficiency. *Journal of Banking & Finance*, 17(2-3), 515–530.
- Prencipe, A. (2016). Board composition and innovation in university spin-offs : Evidence from the italian context. *Journal of technology management & innovation*, 11(3), 33–39.
- Rachdi, H., & El Gaied, M. (2009). L'Impact de l'Indépendance et de la dualité du Conseil d'Administration sur la Performance des Entreprises : Application au Contexte Américain. *Revue Libanaise de Gestion et d'Économie*, 2(3), 127-150. [https://doi.org/10.1016/S1999-7620\(09\)70018-7](https://doi.org/10.1016/S1999-7620(09)70018-7)
- Romdhane, M. (2015). Impact de la structure de propriété et de la gouvernance sur la structure du capital des entreprises Tunisiennes. *Recherches en Sciences de Gestion*, 108(3), 113. <https://doi.org/10.3917/resg.108.0113>
- Shao, L. (2019). Dynamic study of corporate governance structure and firm performance in China. *Chinese Management Studies*.
- Toe, S. D., Hollandts, X., & Valiorgue, B. (2017). La « face cachée » de l'actionnariat salarié : Etude empirique sur l'indice SBF 120 (2000-2014). *Finance Contrôle Stratégie*, 20-1. <https://doi.org/10.4000/fcs.1914>
- Tsamenyi, M., Enninful-Adu, E., & Onumah, J. (2007). Disclosure and corporate governance in developing countries: Evidence from Ghana. *Managerial Auditing Journal*, 22(3), 319–334.
- Valérian, F. (2019). Risque et gouvernement de l'entreprise. *Annales des Mines - Realites industrielles*, Novembre 2019(4), 32-34.
- Vance, S. C. (1983). *Corporate leadership: Boards, directors, and strategy*. McGraw-Hill Companies.

Wintoki, M. B., Linck, J. S., & Netter, J. M. (2012). Endogeneity and the dynamics of internal corporate governance. *Journal of Financial Economics*, 105(3), 581-606. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2012.03.005>

Yang, T., & Zhao, S. (2014). CEO duality and firm performance: Evidence from an exogenous shock to the competitive environment. *Journal of Banking & Finance*, 49, 534-552. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2014.04.008>