

FÉMINISATION DES CONSEILS D'ADMINISTRATION ET PERFORMANCE DES ENTREPRISES

Mareva SABATIER*

* IREGE
Université de Savoie

Septembre 2014

Recherche effectuée dans le Cadre d'une convention conclue
entre l'Institut de Recherches Économiques et Sociales (IRES) et la CFE-CGC

TABLE DES MATIÈRES

RÉSUMÉ	5
INTRODUCTION	7
I – FÉMINISATION DES ORGANES DE DÉCISION ET PERFORMANCE DES ENTREPRISES : UN ÉTAT DES LIEUX	11
1) Le défi de la féminisation des conseils d’administration : une comparaison interna- tionale	11
A. Une sous-représentation des femmes dans les organes de décision	11
B. Mais une féminisation qui augmente... grâce aux quotas	13
2) La féminisation des CA et la performance : une relation encore floue	16
A. La féminisation comme levier de performance : une analyse théorique	17
B. Féminisation des conseils d'administration et performance : une synthèse des travaux empiriques	24
NB : MCO : Moindres carrés ordinaires ; DMC : Doubles moindres carrés	?
II – LE CAS DES ENTREPRISES DU CAC40	31
1) Données et statistiques descriptives	31
A. Construction de la base de données	31
B. Statistiques descriptives	35
2) Analyse économétrique	41
A. Méthode	41
B. Résultats et commentaires	43
CONCLUSION	49
BIBLIOGRAPHIE	51
ANNEXES	57

RÉSUMÉ

L'objectif de cette étude est d'évaluer l'impact de la féminisation des conseils d'administration sur la performance des entreprises françaises. Après une synthèse de la littérature permettant d'établir quels mécanismes théoriques peuvent expliquer l'influence de la féminisation sur la performance, nous proposons d'analyser le cas des entreprises cotées au CAC40 entre 2008 et 2012. Une base de données de panel originale est donc construite pour observer les indicateurs de performance et la composition des conseils d'administration. En mobilisant des techniques statistiques et économétriques, nous aboutissons à deux résultats majeurs. Premièrement, la féminisation des conseils dépend des caractéristiques des entreprises et notamment de leur stratégie passée en termes de féminisation. Deuxièmement, la féminisation des conseils a un effet significatif et positif sur la performance des entreprises, une fois traité l'endogénéité de la féminisation. Objectifs de parité et de performance économique semblent donc, dans le cas des grandes entreprises françaises, compatibles.

INTRODUCTION

En France, en 2013, les femmes représentent 48 % de la population active et 40% des cadres mais seulement moins de 10 % des PDG et 8 % des membres des comités exécutifs et de direction (soit le *top management*) dans les entreprises du CAC40. Parmi ces quarante grandes entreprises françaises, quatorze ne comptent même aucune femme dans leur comité exécutif. Au final, seulement huit femmes sont à la direction des ressources humaines, quatre sont aux commandes des finances, cinq sont au poste de la direction générale et aucune n'occupe le poste de PDG.

Ces statistiques mettent en évidence un phénomène d'évaporation des femmes au fur et à mesure que l'échelle des responsabilités s'élève. Ce phénomène est aujourd'hui largement connu sous le nom du plafond de verre qui rend compte des difficultés auxquelles font face les femmes pour accéder aux postes à responsabilité. Ces difficultés ne sont d'ailleurs pas propres au secteur privé puisque la sous-représentation des femmes est également observée dans la sphère publique. Ainsi, seulement 22 % des sénateurs et 14 % des maires sont des femmes en 2012. De même, selon la Confédération européenne des syndicats (CES), au niveau européen, les femmes n'occupent que 7 % des postes clés dans les organisations syndicales (comme être membre de l'exécutif national), alors que les femmes représentent 44 % des syndiqués en 2010.

Dans les conseils d'administration des entreprises, la même sous-représentation peut s'observer. Ainsi, en Europe, en 2013, 14 % des mandats sont détenus par des femmes. Le taux de féminisation des organes de décision est pourtant largement supérieur en France, puisqu'il atteint 28 % en 2013 dans les entreprises du CAC40 ; ce taux a même augmenté de vingt points sur les six dernières années. Ce lady-boom est largement attribuable au vote de la loi Copé-Zimmermann en 2011, qui a instauré, à l'instar de la Norvège, une politique de quota, obligeant les grandes entreprises françaises à avoir au moins 40 % de femmes administrateurs d'ici 2017.

Cette politique de quotas, destinée à favoriser la parité dans les organes de décision, a été décidée pour des raisons éthiques et de responsabilité sociale des entreprises, mais également pour des raisons économiques. En effet, les conseils d'administration jouent un rôle clé dans les entreprises en désignant les PDG et en orientant la stratégie (Adams *et al.*, 2010). Les administrateurs et leurs attributs en termes de compétences, de réseau, d'expérience, peuvent donc largement influencer la performance de l'entreprise (Terjesen, *et al.*, 2009). Or, plusieurs auteurs soulignent que les administrateurs hommes et femmes n'ont pas les mêmes caractéristiques (Singh *et al.* (2008) et Hillman *et al.* (2002)) et se comportent de manière très différente, notamment concernant la prise de risque (Byrnes *et al.* (1999) et Eckel et Grossman (2002, 2008)).

Les conseils d'administration, en étant peu féminisés, pourraient donc se priver de compétences et des ressources spécifiquement détenues par les femmes administrateurs. Finalement, les conseils pourraient prendre des décisions sous-optimales, ce qui aboutirait à une sous-performance économique.

La littérature en sciences économiques et de gestion a d'ailleurs mis en évidence que la composition des organes de décision a un impact significatif sur la performance des entreprises (Hermalin et Weisbach, 2003). Ainsi, la part des *insiders*, c'est-à-dire la part des individus travaillant dans l'entreprise ou étant très liés à cette dernière, dans les conseils (Agrawal et Knoeber, 1999), la taille de ces conseils (Kini *et al.*, 1995) et la durée du mandat des administrateurs (Hermalin et Weisbach, 1991) agissent plutôt négativement sur la performance. Erhardt *et al.* (2003), en étudiant des entreprises américaines, soulignent également que lorsque les conseils d'administration présentent une diversité de leurs membres, à la fois du point de vue du genre et de l'origine ethnique, la performance des entreprises est nettement plus élevée.

Ces travaux précurseurs ont initié des études plus ciblées sur l'impact de la féminisation des conseils d'administration sur la performance, surtout dans les pays anglo-saxons ou dans les pays d'Europe du Nord (voir Saint-Onge et Magnan, 2013 pour une synthèse). Cependant, aucun consensus n'émerge de ces études :

- Certaines, comme celles de Carter *et al.* (2003) pour les entreprises du Fortune 100, concluent à un effet positif de la féminisation sur la performance ;

- Alors que d'autres mettent en évidence une absence d'effet, Carter *et al.* (2010) sur données américaines, Rose (2007), sur données danoises, et Farrel et Hersch (2013), pour les entreprises du Fortune 500 et du Service 500 (1)),
- Voire même un impact négatif, Daunfledt et Rudholm (2012) sur données suédoises, Adams et Ferreira (2009) sur données américaines mais aussi Ahren et Dittmar (2012) sur données norvégiennes.

Cette absence de consensus s'explique principalement par trois difficultés rencontrées lors de l'évaluation statistique de l'impact de la féminisation sur la performance. Premièrement, les entreprises évoluent dans des cadres institutionnels (réglementaires et législatifs, notamment) différents selon les pays, ce qui limite fortement les possibilités d'obtenir un effet homogène de la féminisation. Deuxièmement, il demeure aujourd'hui difficile de mesurer la performance d'une entreprise. Le plus souvent, les études se cantonnent à une mesure économique, essentiellement financière, mais là aussi, une diversité d'indicateurs existe. Des différences d'impact peuvent donc apparaître selon l'indicateur de performance analysé. Enfin, la difficulté la plus importante dans l'évaluation tient au fait que la féminisation des conseils d'administration n'est vraisemblablement pas une variable exogène, aléatoire mais découle au contraire d'une stratégie de l'entreprise (Demsetz et Lehn, 1985 ; Hillman *et al.*, 2007, Adams *et al.*, 2010 ou Moulin et Point, 2012), stratégie qui elle-même influence la performance. Il est alors difficile d'établir qui de la stratégie définie *ex-ante* ou de la féminisation des conseils qui peut en découler, influence réellement la performance.

Sur données françaises, les études sur la féminisation dans les entreprises demeurent extrêmement rares (Landrieux-Kartochian, 2004 ; Saint-Onge et Magnan, 2013). Elles se limitent le plus souvent à des observatoires de la parité dans les conseils ou dans le top management (comme l'observatoire annuel de CapitalCom). Deux exceptions notables sont toutefois à noter. Premièrement, Ferrary (2010, 2009) s'est intéressé à l'impact de la féminisation du top management sur la performance des entreprises du CAC40. Il conclut que, non seulement, les entreprises les plus féminisées affichent une performance moyenne supérieure mais qu'elles ont beaucoup mieux résisté à la crise des *subprimes*. Deuxièmement, Moulin et Point (2012) ont spécifiquement analysé les déterminants de la féminisation des conseils d'administration des entreprises du SBF120, c'est-à-dire les 120 plus grandes entreprises françaises cotées à la bourse de Paris, en 2008. Ils mettent en évidence que cette féminisation dépend bien des caractéristiques de l'entreprise et notamment de la structure de l'actionariat. Ces résultats réfutent donc l'hypothèse d'un phénomène de féminisation aléatoire, comme dans certaines études anglo-saxonnes.

Malgré la richesse de leurs résultats, ces deux études ne s'intéressent pas directement à la mesure de l'impact de la féminisation des conseils sur la performance. Par conséquent, nous ne disposons pas en France d'étude qui permet de trancher sur l'effet du lady-boom dans les conseils d'administration induit par la loi Copé-Zimmermann.

Cette étude propose donc de combler ce manque et a pour objectif de mesurer l'effet de la féminisation des conseils dans les grandes entreprises sur leur performance.

Pour ce faire, nous construisons une base de données parfaitement originale. Cette base est établie à partir des rapports d'activités des entreprises cotées au CAC40 en 2012 sur une période de cinq ans (2008-2012), soit après l'éclatement de la crise des *subprimes*. Ces rapports d'activité nous permettent de recenser des indicateurs de performance économique des entreprises, la composition de leur conseil d'administration et plusieurs autres caractéristiques (taille, secteur d'activité, *etc.*). La base construite constitue donc un panel de 200 observations, ce qui nous assure de pouvoir étudier les différences entre les entreprises dans le temps.

Afin de quantifier l'impact de la féminisation sur la performance, nous optons pour une méthode quantitative, à partir d'outils statistiques et économétriques. Cette méthode

(1) L'indice Fortune 500 rassemble les 500 premières entreprises américaines, classées par ordre croissant de chiffre d'affaires et l'indice Service 500 regroupe les 500 plus grandes entreprises américaines de service.

assure en effet de mesurer l'effet moyen de la féminisation, toutes choses égales par ailleurs, c'est-à-dire en rendant les entreprises équivalentes du point de vue de leurs caractéristiques, hormis la féminisation des conseils. Les techniques économétriques permettent également de prendre en compte que la féminisation n'est pas une variable aléatoire, ce qui assure une estimation plus robuste de l'effet au final de cette féminisation.

Cette étude se structure de la manière suivante. La première partie propose une synthèse des faits stylisés sur la féminisation des conseils d'administration et de la littérature sur les liens théoriques et empiriques entre féminisation et performance des entreprises. La deuxième partie présente l'analyse empirique menée sur les données originales des grandes entreprises françaises et commente les résultats établis en proposant des recommandations pour les entreprises, les représentants syndicaux et les pouvoirs publics.

PARTIE I

FÉMINISATION DES ORGANES DE DÉCISION ET PERFORMANCE DES ENTREPRISES : UN ÉTAT DES LIEUX

1) LE DÉFI DE LA FÉMINISATION DES CONSEILS D'ADMINISTRATION : UNE COMPARAISON INTERNATIONALE

A. Une sous-représentation des femmes dans les organes de décision

Depuis le début des années 2000, de nombreuses études ont été proposées afin de mesurer la place des femmes dans les organes de décision des entreprises. Ces analyses concernent pour l'essentiel les grandes entreprises et reposent sur des méthodologies différentes (champ de l'étude, échantillonnage, mode d'administration des questionnaires, etc.), ce qui complique les comparaisons internationales.

Dans ce contexte, l'enquête annuelle réalisée par GMI Ratings s'avère particulièrement intéressante. En effet, elle renseigne, de manière annuelle depuis 2009, sur les taux de féminisation des conseils d'administration des entreprises cotées au *MSCI World Index*. Cet indice rassemble toutes les entreprises de type Big Caps et Mid Caps (c'est-à-dire dont la capitalisation boursière dépasse 2 milliards de dollars), soit plus de 4 300 entreprises dans le monde. Pour chacune des entreprises enquêtées, la composition du conseil d'administration est donnée, permettant de calculer le taux de féminisation. Le tableau 1 donne pour chaque zone géographique (cf. définition dans l'annexe 1) la part moyenne des femmes dans les conseils d'administration.

Tableau 1 : La part des femmes dans les organes de décision par zone géographique

2013	Nombre d'observations	Part des femmes dans les conseils d'administration
Australie/Nouvelle-Zélande	222	14,0 %
Asie Industrialisée	603	3,0 %
Europe	898	12,3 %
Pays Nordiques	125	26,9 %
USA/Canada	1 633	13,9 %
Amérique du Sud	142	5,2 %
Asie Pays Émergents	547	6,0 %
Europe Pays Émergents	50	7,9 %
Moyen-Orient et Afrique	112	15,5 %
Total	4 332	11,0 %

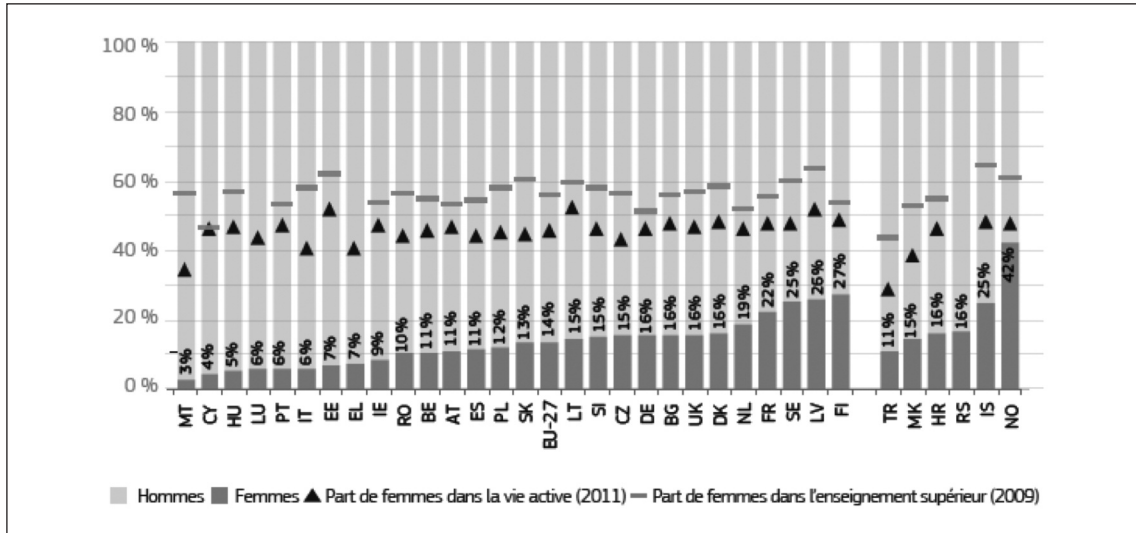
Source : GMI Ratings, avril 2013.

Champ : Entreprises cotées au MSCI World Index.

D'après l'enquête de GMI Ratings, le taux de féminisation moyen dans les conseils d'administration des Big et Middle Caps s'élève à 11 %.

Ce taux de féminisation apparaît faible si on le compare avec la place des femmes sur le marché du travail ou leur part parmi les diplômés de l'enseignement supérieur. Le graphique 1 permet une telle comparaison pour les pays européens.

Graphique 1 : La place des femmes dans la société en Europe



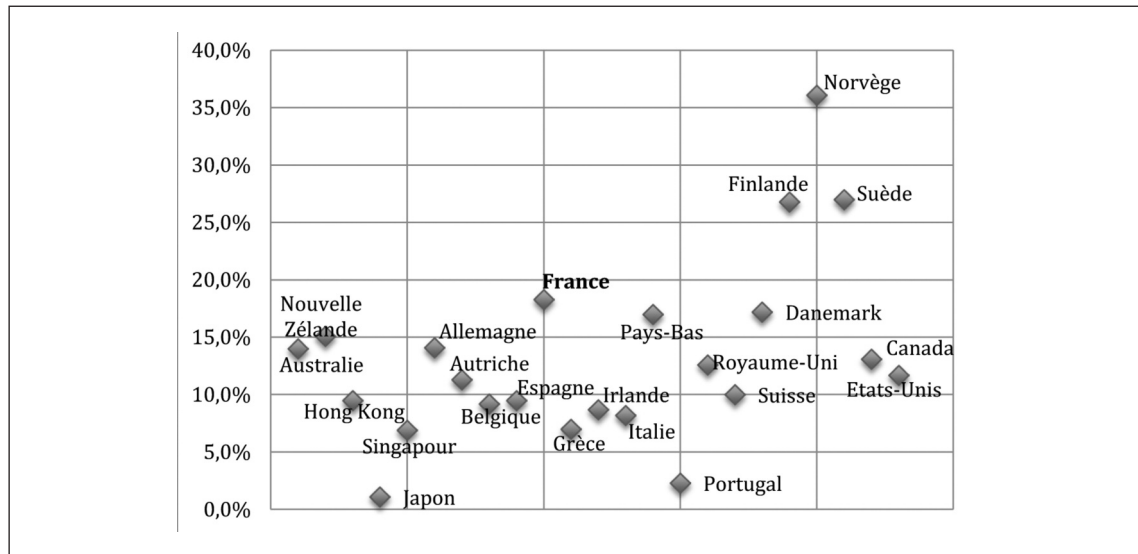
Source : Commission Européenne, Enquête sur la force de travail.
NB : Liste des pays donnée dans l'annexe 2.

En Europe (UE27), les femmes représentent 56 % des actifs et 45 % des diplômés du supérieur mais elles ne sont que 14 % des administrateurs des grandes entreprises. Les femmes sont donc largement sous-représentées dans les conseils comparativement à leur place dans la société. Ce fait stylisé, commun à tous les pays, décrit l'existence d'un plafond de verre (« glass ceiling » en anglais). Ce terme, apparu en 1986 dans un article du *Wall Street Journal* (2), qualifie le phénomène qui entrave la carrière des femmes et explique leur raréfaction au sommet organisationnel des entreprises. D'après le Bureau International du Travail (1997), le plafond de verre décrit « les barrières invisibles artificielles, créées par des préjugés comportementaux et organisationnels, qui empêchent les femmes d'accéder aux plus hautes responsabilités. Le terme plafond de verre illustre bien le constat que, lorsqu'il n'existe aucune raison objective pour que les femmes ne s'élèvent pas, comme le font les hommes, jusqu'aux plus hautes fonctions, c'est une discrimination inhérente aux structures et aux dispositifs organisationnels des entreprises, ainsi qu'à la société, qui intervient ».

Le plafond de verre qui se traduit notamment par une sous-représentation des femmes dans les postes d'administrateurs est bien réel. Pour autant, les moyennes mondiales cachent une très forte hétérogénéité entre les pays, comme le révèle le graphique 2. Les pays nordiques affichent les taux de féminisation les plus élevés (27 % environ) tandis que les pays industrialisés d'Asie ferment le banc avec uniquement 3 % de femmes dans les conseils d'administration des grandes entreprises cotées.

En focalisant l'attention sur les pays développés, dont le taux de féminisation moyen des conseils d'administration est de 13,3 %, la même hétérogénéité est observée.

(2) Hymowitz et Schelhardt, « The Glass Ceiling », *Wall Street Journal*, 24 mars 1986.

Graphique 2 : Taux de féminisation des organes de décision dans les pays développés

Source : GMI Ratings, avril 2013.
 Champ : Entreprises cotées au MSCI World Index.

Ainsi, le taux de féminisation des conseils d'administration n'est que de 1 % au Japon contre 36 % en Norvège qui détient le record mondial en la matière. La France, pour sa part, fait plutôt figure de bon élève dans le classement avec un taux de féminisation de plus de 18 %, soit cinq points de plus que la moyenne.

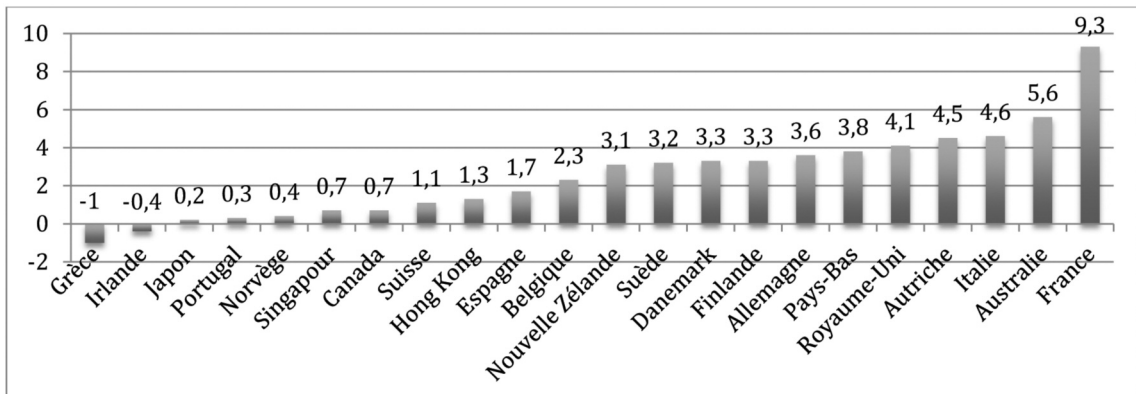
La position particulière de la Norvège tient à la mise en place, dès 2003, d'une politique volontariste en faveur des femmes. Le pays connaissait alors un taux de féminisation des organes de décision assez faible (9 %) et ne se différenciait pas sur ce point des autres pays développés. Afin de promouvoir la place des femmes, une loi a imposé un quota de 40 % de femmes dans les conseils d'administration des entreprises cotées en bourse. Lors du vote de la loi, les entreprises concernées ont eu deux ans pour se conformer au quota. Pour les entreprises créées après 2003, le quota s'est imposé immédiatement. Pour s'assurer du respect de la loi, un contrôle rigoureux par le registre du commerce a été mis en place. Si jamais le quota n'est pas respecté, une lourde sanction est appliquée : la dissolution de l'entreprise. Il n'a cependant jamais été nécessaire d'imposer cette sanction puisque, suite à l'instauration de ce quota, les entreprises norvégiennes ont largement féminisé leurs organes de décision. Ainsi, le taux de féminisation dans les entreprises visées par la loi a quadruplé en 8 ans, passant de 9 % en 2003 à 36 % en 2011.

B. Mais une féminisation qui augmente... grâce aux quotas

Cette augmentation de la part des femmes dans les organes de décision est présente dans la plupart des pays, sans pour autant être aussi spectaculaire. Le graphique 3 présente les évolutions des taux de féminisation en points de pourcentage dans différents pays entre 2009-2013 (3).

(3) En raison d'une rupture dans la méthode d'enquête aux États-Unis, il n'est pas possible de calculer l'évolution entre 2009 et 2013 sur les données GIM Ratings.

Graphique 3 : Évolution des taux de féminisation dans les organes de décision entre 2009 et 2013 (en points de pourcentage)



Source : GMI Ratings, avril 2013.
Champ : Entreprises cotées au MSCI World Index.

Le graphique 3 met en évidence la place particulière de la France qui a donc connu une très forte augmentation du taux de féminisation des organes de décision de ses grandes entreprises ces dernières années : + 9,3 points de pourcentage alors que la moyenne de l'évolution dans les pays développés est de + 2,5 points. Cette féminisation accélérée tient au vote le 27 janvier 2011 de la loi Copé-Zimmermann qui, s'inspirant de l'exemple norvégien, a introduit le principe d'un quota de femmes parmi les administrateurs des grandes entreprises. En effet, selon cette loi, d'ici à 2017, la proportion des administrateurs de chaque sexe ne pourra être inférieure à 40 % dans les sociétés employant un nombre moyen d'au moins 500 salariés permanents et présentant un montant net de chiffre d'affaires ou un total de bilan d'au moins 50 millions d'euros. En 2017, toute entreprise ne respectant pas le quota se verra imposer deux sanctions : la nullité des nominations au conseil d'administration et la suspension du versement des jetons de présence.

Encadré 1 : Extrait de la loi Copé-Zimmermann n° 2011-103 relative à la représentation équilibrée des femmes et des hommes au sein des conseils d'administration et de surveillance et à l'égalité professionnelle

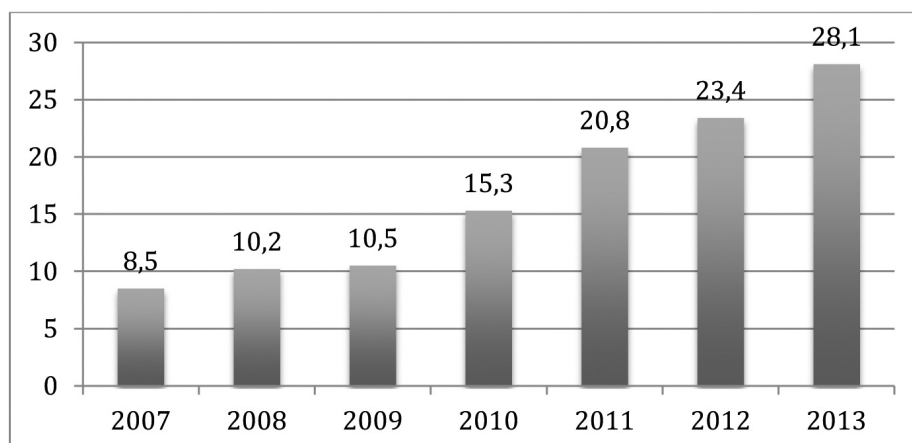
I – Après le premier alinéa de l'article L. 225-17 du code de commerce, il est inséré un alinéa ainsi rédigé : « Le conseil d'administration est composé en recherchant une représentation équilibrée des femmes et des hommes ».

II – Après l'article L. 225-18 du même code, il est inséré un article L. 225-18-1 ainsi rédigé : « Art. L. 225-18-1. – La proportion des administrateurs de chaque sexe ne peut être inférieure à 40 % dans les sociétés dont les actions sont admises aux négociations sur un marché réglementé et, à l'issue de la plus prochaine assemblée générale ayant à statuer sur des nominations, dans les sociétés qui, pour le troisième exercice consécutif, emploient un nombre moyen d'au moins cinq cents salariés permanents et présentent un montant net de chiffre d'affaires ou un total de bilan d'au moins 50 millions d'euros. Dans ces mêmes sociétés, lorsque le conseil d'administration est composé au plus de huit membres, l'écart entre le nombre des administrateurs de chaque sexe ne peut être supérieur à deux. "Toute nomination intervenue en violation du premier alinéa et n'ayant pas pour effet de remédier à l'irrégularité de la composition du conseil est nulle. Cette nullité n'entraîne pas celle des délibérations auxquelles a pris part l'administrateur irrégulièrement nommé". »

Source : Legifrance.

Anticipant l'instauration du quota, les entreprises françaises ont intégré de plus en plus de femmes dans les conseils d'administration. La féminisation de ces conseils a même été plus marquée dans les entreprises cotées au CAC40. Ces dernières affichaient un taux de femmes administrateurs de 8,5 % en 2007 alors que ce taux atteint 28,1 % en 2013 (cf. graphique 4).

Graphique 4 : Évolution de la part des femmes administrateurs dans les entreprises du CAC40 (en %)



Source : CapitalCom.

Parmi ces entreprises du CAC40, quatre entreprises ont en 2013 atteint (ou dépassé) le quota des 40 % de femmes administrateurs : Publicis (50 %), Technip (41,7 %), Accord (40 %) et Bouygues (40 %). Le rythme de la féminisation a été tel que les observateurs ont pu parler d'un *lady boom*, phénomène qui sera analysé en détail dans la seconde partie de ce rapport.

Si la Norvège fait office de précurseur dans l'instauration de quotas pour favoriser la meilleure représentation des femmes dans les organes de décision des entreprises, la France n'a pas été le seul pays à suivre son exemple (cf. tableau 2). Huit pays ont mis en place des quotas pour les entreprises privées cotées tandis que dix pays ont réservé ces quotas pour les entreprises publiques (et parfois bien avant l'expérience norvégienne).

Tableau 2 : Les politiques de quotas par pays

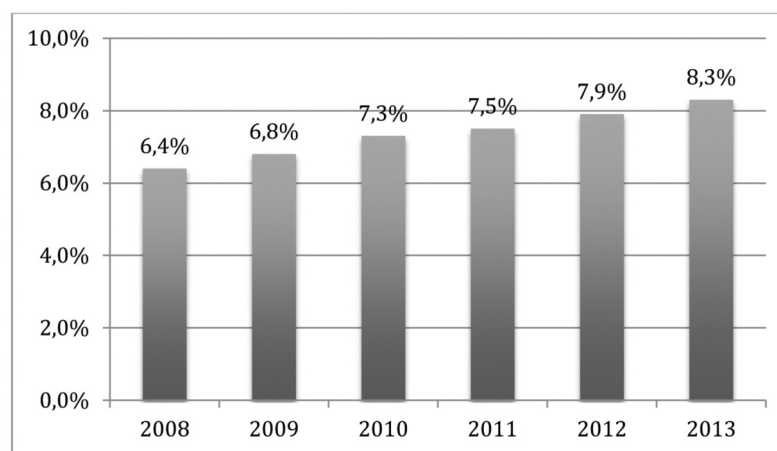
Pays dans lesquels un quota est imposé dans les entreprises privées cotées		Pays dans lesquels un quota est imposé dans les entreprises publiques	
Norvège	2003	Israël	1993
Espagne	2007	Afrique du Sud	1996
Islande	2010	Danemark	2000
France	2010	Finlande	2004
Belgique	2011	Irlande	2004
Malaisie	2011	Islande	2006
Italie	2011	Kenya	2010
Hollande	2013	Autriche	2011
		Slovénie	2011
		Émirats Arabes Unis	2013

Province ou municipalité ayant mis en place un quota		Proposition d'un quota
Berlin (Allemagne)	2002	Union Européenne
Nuremberg (Allemagne)	2009	Brésil (entreprises publiques)
Québec (Canada)	2006	Allemagne (entreprises privées cotées)
		Israël (entreprises privées cotées)
		Canada (entreprises privées cotées)
		Philippines (entreprises publiques)
		Inde (entreprises publiques)

L'instauration des quotas a, dans tous pays, été suivie d'une forte augmentation du taux de féminisation dans les organes de décision. Ainsi, si dans les entreprises du *Fortune Global 200*, soit les 200 plus grandes entreprises mondiales en termes de chiffre d'affaires, le taux de féminisation moyen est de 15 % en 2013, il s'élève à 18,9 % dans ces grandes entreprises dans les pays ayant mis en place un quota.

L'instauration de quota semble donc avoir largement encouragé la féminisation des conseils d'administration. D'ailleurs, la féminisation est bien moins marquée dans les autres fonctions de l'entreprise, comme les fonctions de direction soit générale, soit de service, fonctions non concernées par la loi Copé-Zimmermann. Ainsi, en France dans les entreprises du CAC40, la part des femmes dans les Comex (comités exécutifs ou de direction) n'a que peu varié depuis 2008 et s'établit à seulement 8,3 % en 2013, comme le montre le graphique 5.

Graphique 5 : Évolution de la part des femmes dans les comités exécutifs et de direction



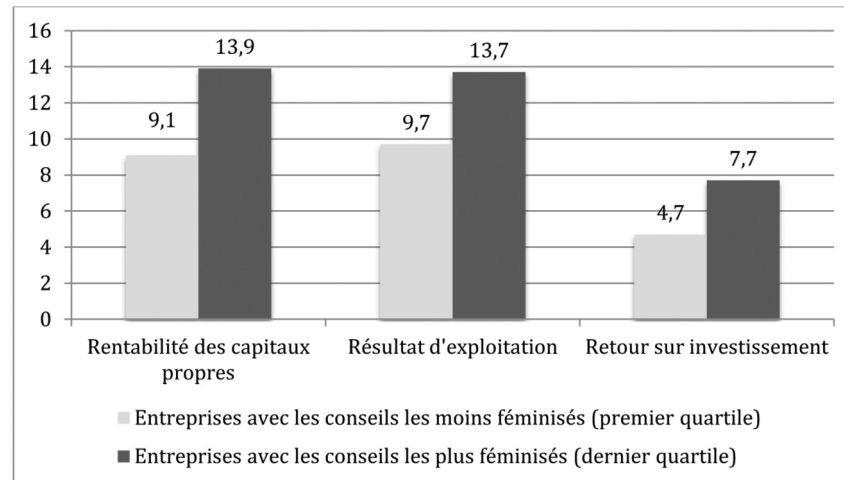
Source : CapitalCom.

2) LA FÉMINISATION DES CA ET LA PERFORMANCE : UNE RELATION ENCORE FLOUE

La sous-représentation des femmes dans les organes de décision des grandes entreprises est donc établie, même si la situation s'améliore dans les pays développés, en raison notamment de politiques volontaristes de promotion des femmes. Ces politiques ont été dictées par la volonté de lutter contre les inégalités de genre mais aussi par la recherche d'une meilleure gouvernance et performance des entreprises. Se pose donc la question de savoir si la féminisation a pu permettre une amélioration de la performance des entreprises.

D'un point de vue strictement statistique, les entreprises ayant les conseils d'administration les plus féminisés affichent des performances économique et financière supérieures. L'étude « The Bottom Line: Corporate Performance and Women's Representation on Boards » menée par Catalyst en 2007 sur les entreprises du Fortune 500 (c'est-à-dire les 500 plus grosses entreprises en termes de chiffre d'affaires) met en évidence des écarts très significatifs de performance entre les entreprises ayant les conseils les plus féminisés et les autres (cf. graphique 6).

Graphique 6 : Indicateurs de performance (en %) et féminisation des organes de décision



Source : Catalyst, 2007.

Ainsi, les entreprises ayant les organes de décision les plus féminisés présentent une rentabilité des capitaux propres 53 % plus forte, un résultat d'exploitation 42 % plus élevé et un retour sur investissement 66 % plus important (4).

Partant de ce constat, de nombreux auteurs ont tenté : 1) de comprendre pourquoi la féminisation peut mener à une plus forte performance ; 2) de tester si la féminisation des organes de décision améliore réellement la performance, une fois pris en compte tous les autres déterminants de la performance.

A. La féminisation comme levier de performance : une analyse théorique

a) Organes de décision et performance : le rôle des conseils d'administration

Si la féminisation des organes de décision peut affecter la performance des entreprises, c'est avant tout parce que les administrateurs jouent un rôle central (Adams *et al.*, 2010). Ils remplissent en effet une fonction de contrôle interne qui permet de mettre en accord les intérêts des actionnaires et ceux des dirigeants de l'entreprise. Actionnaires et dirigeants peuvent avoir des préférences divergentes, tels la temporalité (court terme vs. long terme), le degré d'aversion au risque, etc. Dans ce contexte, les actionnaires doivent s'assurer que les dirigeants appliquent bien la politique qu'ils ont définie.

Or, cette fonction de contrôle s'avère être extrêmement difficile à mener car les actionnaires sont soumis à de fortes asymétries d'information :

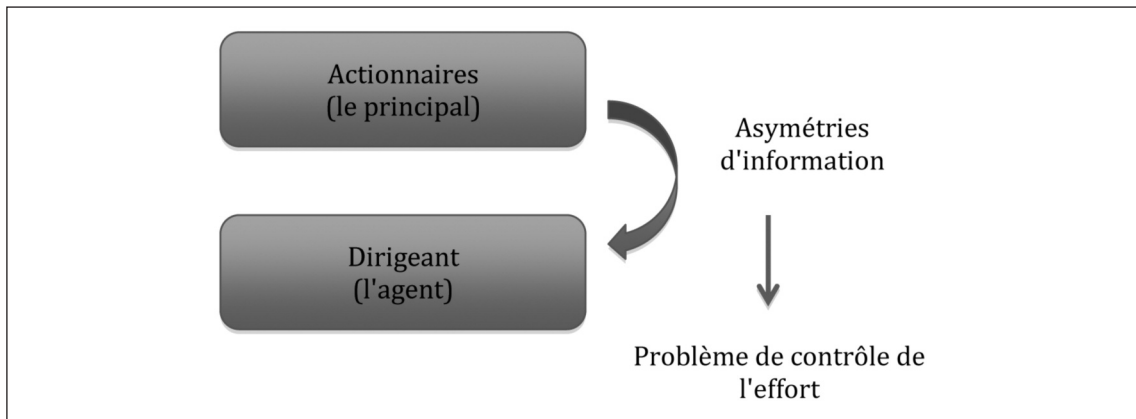
- Lors de la nomination du dirigeant (soit *ex-ante*), les actionnaires n'observent qu'imparfaitement les compétences des candidats à la direction de l'entreprise. On parle alors de *sélection adverse*, problème qui se pose dans toute procédure de recrutement. Le risque est alors de nommer un dirigeant dont les compétences s'avèreront par la suite moins étendues que prévu ou peu adaptées à la fonction.
- Une fois le dirigeant en fonction (soit *ex-post*), les actionnaires subissent une nouvelle asymétrie d'information puisqu'ils n'observent qu'imparfaitement les actions du dirigeant et notamment son niveau d'effort. On parle alors de *hasard moral*. Le risque pour les actionnaires est d'avoir un dirigeant qui cherche avant tout à satisfaire ses propres intérêts et non ceux des actionnaires.

Ces asymétries d'information placent les actionnaires dans un problème dit d'agence (Jensen et Mickeling, 1976 ; Holmstrom, 1999). Dans ce cadre théorique (cf. figure 1), les actionnaires représentent le principal, c'est-à-dire l'entité qui détient l'entreprise et qui désigne un dirigeant. Ce dernier, appelé l'agent, a pour fonction d'appliquer les décisions

(4) Rentabilité des capitaux propres (ROE) = résultat net / capitaux propres ; Résultat d'exploitation : profit net avant taxes / revenu ; Retour sur investissement : profit de l'investissement / somme investie.

des actionnaires et de gérer l'entreprise. L'effort du dirigeant ne pouvant être qu'imparfaitement observé par le principal (soit en raison de la sélection adverse, soit en raison du hasard moral), le dirigeant peut se comporter de manière opportuniste (et donc à son seul bénéfice). Il risque alors de se sous-investir dans ses fonctions et/ou de prendre des décisions non conformes aux intérêts des actionnaires mais en accord avec ses propres intérêts (Fama et Jensen, 1983).

Figure 1 : Actionnaires et dirigeants : un problème d'agence



Cette situation est, au final, sous-optimale pour l'entreprise, car la performance est inférieure à celle qui serait réalisée en l'absence d'asymétries d'information.

Face à ce risque, les actionnaires doivent trouver des solutions pour inciter les dirigeants à faire plus d'effort et/ou respecter leurs engagements. Deux moyens sont alors possibles. Premièrement, des incitations financières (type stock-options) peuvent être introduites de manière à indexer la rémunération des dirigeants à la performance de leur entreprise. De cette manière, les actionnaires « forcent » les dirigeants à prendre des décisions favorables à la performance de l'entreprise. Deuxièmement, un contrôle des dirigeants peut être mis en place, ce qui consiste à déléguer une personne ou un groupe de personnes à l'analyse et la surveillance de l'effort du dirigeant.

C'est précisément cette fonction de contrôle que remplissent les membres des conseils d'administration. Ces derniers peuvent s'acquitter de cette tâche de contrôle de deux manières complémentaires :

- a) directement, en prenant part aux processus d'embauche, de promotion et, si nécessaire, de licenciement des dirigeants. On parle alors de fonction de « monitoring » (Mace, 1971) ;
- b) indirectement, en contribuant à la définition de la stratégie de l'entreprise et en sélectionnant les projets qui devront être mis en œuvre par les dirigeants pour le développement de cette dernière (Adams et Ferreira, 2007). Les administrateurs assurent ainsi une fonction de conseil auprès des dirigeants en leur apportant des informations venant de l'extérieur de l'entreprise et en orientant leurs activités (Mallin, 2004 ; Monks et Minow, 2004).

La fonction de contrôle de la part des administrateurs permettrait au final de résoudre le problème d'agence auquel font face les actionnaires et de restaurer le niveau de performance optimal de l'entreprise (Tirole, 1986).

b) Femmes administrateurs et performance : pourquoi un lien ?

Si la principale fonction des administrateurs est le contrôle, l'efficacité de ce dernier est largement dépendante des compétences, et plus largement, des attributs des administrateurs (Terjesen *et al.*, 2009). Or, ces caractéristiques semblent être différentes selon l'appartenance ethnique, l'âge et le genre, si bien qu'une littérature croissante s'est attachée à analyser les liens entre la diversité des membres des conseils d'administration et la performance des entreprises (Carver, 2002 ; Van der Walt et Ingley, 2003). Du point de vue du genre, aucune théorie ne peut seule expliquer pourquoi une féminisation des organes de décision peut influencer la performance. Une approche multidisciplinaire mêlant économie, gestion et psychologie est donc nécessaire pour expliciter les différents

canaux d'explication (Carter *et al.*, 2010). Quatre canaux théoriques principaux peuvent ainsi être retenus.

• Monitoring et indépendance des organes de décision

Comme vu *supra*, l'une des fonctions clés des administrateurs est une fonction de monitoring qui permet aux actionnaires de déléguer la surveillance des dirigeants aux administrateurs. La littérature s'accorde à dire que cette action de monitoring est d'autant plus efficace que les administrateurs sont indépendants des dirigeants (Hermalin, 2005 ; Adams et Ferreira, 2007). Or, d'après Carter *et al.* (2003), les femmes administrateurs sont beaucoup moins liées aux dirigeants que leurs homologues masculins, principalement car elles ont moins de chance de les avoir côtoyés durant leurs études ou leur vie professionnelle antérieure (Singh *et al.*, 2008). Femmes et hommes administrateurs présentent en effet des parcours largement différents, comme en atteste le tableau 3.

Tableau 3 : Caractéristiques des hommes et femmes administrateurs dans les entreprises du FTSE 100 (5)

	Hommes	Femmes
Nationalité	72 % Royaume-Uni 7 % USA/Canada 17 % autres européens 4 % Autres	61 % Royaume-Uni 32 % USA/Canada 6 % autres européens 1 % Autres
Éducation		
PhD	21 %	16 %
MBA	7 %	19 %
Élite university degree	12 %	21 %
Ancien directeur d'entreprise	42 %	28 %

Source : Singh *et al.* (2008).

Ainsi, les femmes administrateurs sont souvent plus diplômées et ne sont pas issues des mêmes écoles que les hommes administrateurs ou dirigeants. Ainsi, au Royaume-Uni (entreprises cotées au FTSE 100 – Singh *et al.*, 2008), les femmes administrateurs sont plus souvent titulaires d'un MBA. À diplôme équivalent, les femmes administrateurs proviennent aussi d'universités plus prestigieuses. Les femmes administrateurs sont aussi souvent plus jeunes. Ainsi, dans les entreprises britanniques cotées au FTSE 100, les femmes administrateurs sont en moyenne âgées de 53 ans contre 56 ans pour les hommes (Sealy *et al.*, 2007). L'écart est encore plus important dans les entreprises du Fortune 500 (4 ans, Peterson et Philpot, 2007) ou dans les entreprises australiennes (8 ans, Ross-Smith et Bridge, 2008). Or, le même écart est observé si on compare l'âge des femmes administrateurs et l'âge des dirigeants. En outre, le parcours professionnel des femmes administrateurs est lui aussi différent. Elles ont davantage d'expériences à l'international mais, ont été moins impliquées dans des activités de direction d'entreprise avant leur nomination (Zelechowski et Bilimoria, 2004).

Au final, les administrateurs masculins possèdent des caractéristiques extrêmement proches de celles des dirigeants, dont ils partagent souvent le même itinéraire de formation mais aussi professionnel. À ce titre, les hommes administrateurs sont souvent considérés comme proches des *insiders*, au sens de la théorie insiders/outsiders de Lindbeck et Snower (1988), c'est-à-dire des individus appartenant au même cercle d'influence ou réseau que les dirigeants. Les femmes administrateurs, au contraire, sont considérées comme des *outsiders*, ce qui leur confère une indépendance plus forte vis-à-vis des dirigeants.

Cette indépendance se traduit alors par des comportements différents lors des réunions des organes de décision. Les femmes semblent avoir tendance à mieux préparer les réunions (Huse et Solberg, 2006) et posent davantage de questions que les administra-

(5) Le FTSE 100 regroupe les cent plus grandes entreprises cotées à la bourse de Londres en termes de chiffre d'affaires.

teurs hommes (Konrad *et al.*, 2008). Adams et Ferreira (2009) constatent également que la féminisation des organes de décision diminue l'absentéisme et augmente la probabilité de départ des dirigeants ayant de mauvais résultats. Étant plus indépendantes, les femmes administrateurs seraient donc en mesure de mieux contrôler les dirigeants, ce qui pourrait améliorer la performance de l'entreprise.

• Capital humain et théorie des ressources

Singh *et al.* (2008) confirment qu'hommes et femmes administrateurs ont des caractéristiques différentes notamment en termes d'éducation et d'expérience. Leurs dotations en termes de capital humain (Becker, 1964) sont donc différentes. Or, d'après Hillman *et al.* (2002, 2008), les administrateurs peuvent jouer quatre rôles différents dans les organes de décision suivant le capital humain qu'ils détiennent : être un *insider*, être un expert externe en management d'entreprise, être un spécialiste et être une personnalité d'influence. Le tableau 4 définit chacun de ces rôles et le capital humain qui leur est associé.

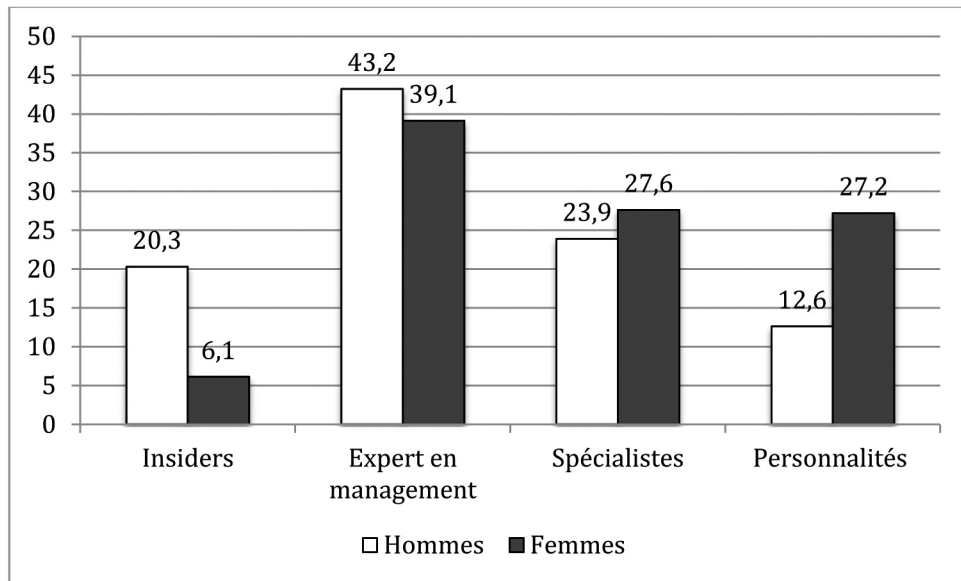
Tableau 4 : Capital humain et rôle des administrateurs : la typologie de Hillman *et al.* (2008)

Rôles	Capital humain et ressources détenus	Profil
Insider	<ul style="list-style-type: none"> – Informations sur l'entreprise. – Connaissances sur l'environnement économique, légal, concurrentiel actuel. – Compétences managériales. 	Dirigeant (ancien ou actuel) de l'entreprise.
Expert	<ul style="list-style-type: none"> – Compétences managériales. – Connaissances générales sur l'environnement économique général. – Canaux d'information et communication avec les autres entreprises. 	Dirigeant d'autres grandes entreprises.
Spécialistes	<ul style="list-style-type: none"> – Compétences spécifiques liées au métier exercé (finance, ressources humaines, législation, etc.). – Relais vers les financeurs. 	Avocats, banquiers, DRH, etc.
Personnalités	<ul style="list-style-type: none"> – Réputation. – Connaissances générales. – Ouverture vers d'autres milieux et d'autres problématiques. 	Hommes/femmes politiques, membres du clergé, syndicalistes, etc.

Source : Hillman *et al.* (2008), p. 240.

En utilisant la typologie proposée par Hillman *et al.* (2008), Peterson et Philpot (2007) ont étudié les fonctions des administrateurs des entreprises du Fortune 500 en 2002 selon le genre de ces administrateurs. Le graphique 7 synthétise leurs résultats.

Graphique 7 : Les fonctions exercées par les administrateurs hommes et femmes dans les entreprises du Fortune 500 en 2002 (en %)



Source : Petersen et Philpot (2007), p. 9.

L'analyse de Peterson et Philpot (2007) fait clairement apparaître que les femmes administrateurs n'occupent pas les mêmes fonctions que leurs homologues masculins dans les conseils. Elles sont ainsi très nettement moins dans la fonction d'*insiders* mais davantage dans celles de la personnalité d'influence. Les femmes administrateurs ont donc vocation à apporter des compétences externes et une ouverture sur l'extérieur, comme le notent également Hillman *et al.* (2008). Concernant les fonctions d'experts et de spécialistes, les différences de genre sont moins marquées. Pourtant, Branson (2006) souligne que les femmes occupant ces fonctions ont des expériences plus diversifiées que les hommes. Elles n'ont pas uniquement travaillé dans le secteur privé, comme l'ont souvent fait les administrateurs hommes, mais ont aussi travaillé dans des organisations à but non lucratif ou dans le secteur public (notamment à l'université ou dans les ministères). En outre, elles cumulent davantage que les hommes des postes d'administrateurs dans d'autres entreprises (Singh *et al.*, 2008 ; Sealy *et al.*, 2007), ce qui leur confère une expérience particulière.

Toutes les études menées sur le capital humain des femmes et hommes administrateurs concluent que ce capital est différent. La féminisation des conseils d'administration devrait donc diversifier les compétences et enrichir le stock global de compétences détenues par les organes de décision, ce qui améliorerait les prises de décision et au final la performance des entreprises.

• Attitudes sexuées et approche psychologique

Au delà des dotations en capital humain, les attitudes des administrateurs seraient également différentes selon le genre. Ainsi, d'après Byrnes *et al.* (1999) et Eckel et Grossman (2002, 2008), les femmes sont plus sensibles au risque et plus enclines à adopter des stratégies de long terme plutôt que de court terme. L'aversion au risque plus forte des femmes apparaît d'ailleurs comme un consensus dans les études en économie, en sociologie et en psychologie. Ce résultat est notamment établi en économie expérimentale en demandant à un échantillon d'hommes et de femmes, choisis de manière aléatoire, de jouer à une loterie dans laquelle les gains les plus risqués sont plus rémunérateurs que les gains les moins risqués. Les tests expérimentaux ainsi menés révèlent que face à ces loteries, les femmes optent pour les gains les plus certains, alors que les hommes prennent plus de risques pour obtenir les paiements les plus importants. Selon Hartog *et al.* (2002), le taux d'aversion au risque des femmes serait entre 10 et 30 % plus important que celui des hommes.

Cette conclusion semble pourtant devoir être nuancée car l'aversion au risque semble fortement dépendre de l'environnement dans lequel les individus prennent leurs déci-

sions (Eckel et Grossman, 2008). Ainsi, face à des décisions de nature financière (Halko *et al.*, 2011) ou des choix d'investissement (Schubert *et al.*, 2000), peu de différences de genre sont mises en évidence. Chez les managers (Johnson et Powell, 1994), hommes et femmes ne semblent pas avoir une aversion au risque très différente. Des études psychologiques récentes (Meier-Pesti et Penz, 2008) peuvent expliquer en partie ce résultat. Elles soulignent en effet que si l'on observe que les femmes sont plus réticentes à prendre des risques en général, cela n'est pas du à une différence de sexe mais à une différence de genre, c'est-à-dire à des comportements socialement définis comme féminins. Ainsi, la prise de risque est perçue comme un attribut masculin, comme le montre Bem (1974) dans son inventaire des rôles sexués, dont le tableau 5 donne quelques exemples.

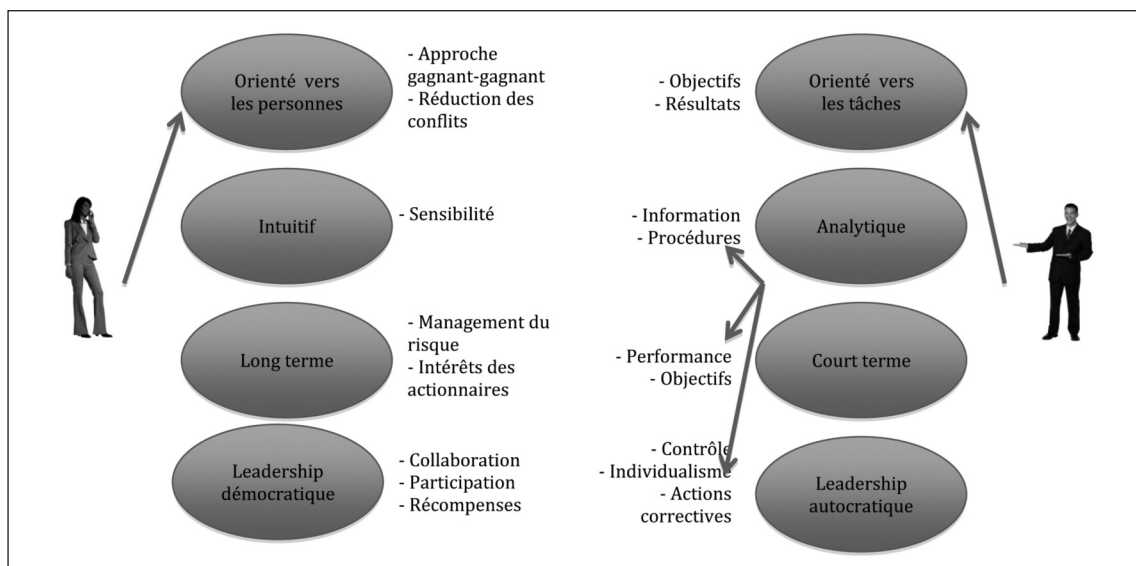
Tableau 5 : Quelques exemples issus de l'inventaire des rôles sexués (Bem, 1974)

Rôles masculins	Rôles féminins	Rôles asexués
Prise de risques <i>Leadership</i> Ambition Confiance en soi Aptitude à prendre des décisions	Empathie Loyauté Sens du contact Être chaleureux, doux Timidité	Capacité d'adaptation Être consciencieux Être serviable Confiance

Il en irait de même pour d'autres attributs définis comme particulièrement féminins comme l'aptitude à la communication, les interactions sociales, la créativité, etc. (McInerney-Lacombe *et al.*, 2008). En réalité, davantage que des attributs clairement sexués, ce serait les perceptions des acteurs sur les compétences des hommes et des femmes qui expliqueraient pourquoi hommes et femmes se comportent différemment.

Hommes et femmes administrateurs se comporteraient au final de manière complémentaire, comme l'illustre la figure 2. Les femmes pratiqueraient davantage un *leadership* démocratique, seraient plus concernées par les problématiques de long terme et par les relations humaines. Au contraire, les hommes administrateurs seraient davantage attachés à des problématiques de court terme et plus axés sur les tâches en elles-mêmes. Au final, des organes de décision diversifiés permettraient de bénéficier des complémentarités entre hommes et femmes administrateurs.

Figure 2 : Complémentarités des attitudes des femmes et hommes administrateurs



Source : traduit de Kumar Mishra et Jhunjhunwala (2013), p. 17.

L'importance des perceptions et non des compétences intrinsèques pourrait aussi expliquer la lente féminisation des organes de décision (en l'absence de politique de quotas). Ainsi, si les femmes sont vues comme ne disposant pas des compétences attendues pour être administrateur, elles sont moins sollicitées pour être administrateurs et demeurent sous-représentées. Ce risque semble même plus important lorsque les femmes sont minoritaires car les hommes se servent de leurs propres compétences comme point de

comparaison. Les femmes leur apparaissent alors comme moins compétentes alors qu'elles disposent simplement de compétences différentes (Carli, 2000).

• Signal et Réputation

La féminisation des conseils d'administration peut également impacter la manière dont l'entreprise est perçue par son environnement, c'est-à-dire ses financeurs, ses concurrents et ses clients. Elle peut ainsi apparaître comme un signal de bonne gouvernance et d'une amélioration de la responsabilité sociale de l'entreprise. Elle pourrait aussi signaler la capacité de l'entreprise à s'adapter à un environnement changeant et à de nouvelles cultures (Brown *et al.*, 2002). En définitive, la féminisation des conseils pourrait inciter les investisseurs à s'engager dans le financement de l'entreprise. Cet effet incitatif serait d'autant plus vrai pour les fonds d'investissements dont une large partie des membres sont des femmes (Bilimoria, 2000).

En prônant davantage de diversité, l'entreprise signalerait également qu'elle est à même de prendre en compte les besoins et préférences de tous les clients et notamment des clientes (Daily *et al.*, 1999). La féminisation des organes de décision permettrait de prendre de meilleures décisions et d'acquérir un avantage comparatif par rapport aux concurrents. Elle pourrait aussi servir d'argument de communication envers les clientes, souvent décisionnaires dans les achats importants comme les achats immobiliers, les équipements de la maison et la voiture.

Enfin, des organes de décision féminisés pourraient signaler que l'entreprise s'engage à la promotion des femmes. Cela pourrait alors attirer des femmes dirigeants ou managers qui souhaiteraient développer leurs carrières dans un environnement favorable (Sealy, 2008).

D'un point de vue théorique, la féminisation des conseils d'administration devrait donc améliorer la performance des entreprises. Pourtant, d'après Kanter (1977), cet effet positif n'existerait que si un pourcentage minimal de femmes (35 %) est atteint dans les organes de décision. Ainsi, en dessous de ce seuil, les femmes ne sont pas suffisamment nombreuses pour peser sur les décisions des entreprises et au final avoir un impact sur la performance (Spell et Bezrukova, 2010). Comme le décrit le tableau 6, lorsque le conseil n'admet qu'une seule femme, un risque important de tokenisme survient, c'est-à-dire que la femme présente est surtout vue comme un représentant d'une minorité et non comme un administrateur à part entière. Elle fait alors face à beaucoup de difficultés pour être prise au sérieux et entendue.

Certains auteurs vont même plus loin en argumentant que seule une féminisation de l'ensemble de l'organisation des entreprises (conseils d'administration, direction de l'entreprise, managers) donnerait un réel avantage comparatif par rapport aux concurrents (Ferrary, 2010).

Tableau 6 : La notion de masse critique

Une femme	Deux femmes	Trois femmes ou plus
<p>Impact possible mais risque de tokenisme</p> <ul style="list-style-type: none"> • Hypervisibilité : risque d'être mise en avant. • Invisibilité : risque de ne pas être entendue, prise au sérieux, voire exclue. • Être stéréotypée et vue uniquement comme une représentante de toutes les femmes et non comme un individu. • Nécessité de travailler davantage pour être entendue et pour avoir un impact. 	<p>Amélioration de la situation mais toujours présence de tokenisme</p> <ul style="list-style-type: none"> • Sentiment plus affirmé d'être prise en compte. • Être dans une relation de collaboration. • Baisse des comportements stéréotypés. • Plus d'impact dans les conseils. <p>Mais :</p> <ul style="list-style-type: none"> • Femmes toujours victimes de stéréotypes. • Nécessité de travailler davantage pour les femmes. • Femmes toujours à distance des autres membres. 	<p>Masse critique</p> <ul style="list-style-type: none"> • Normalisation : genre n'est plus une barrière. • Position plus confortable pour les femmes en place. • Femmes vues comme des administrateurs et non des représentantes de toutes les femmes. • Femmes plus actives et plus entendues. • Collaborations fortes entre les membres du conseil.

Source : traduit de Konrad et al. (2008), p. 147.

B. Féminisation des conseils d'administration et performance : une synthèse des travaux empiriques

Devant l'absence de consensus dans la littérature théorique sur le lien entre féminisation des conseils d'administration et performance des entreprises, de récents travaux empiriques se sont attachés à évaluer ce lien en observant et en analysant des données d'entreprises. De manière quasi exclusive, ces données concernent les plus grandes entreprises mondiales (celles émargeant au Fortune 200 par exemple) ou des plus grandes entreprises cotées sur les marchés boursiers les plus connus. Ce choix est généralement dicté par la disponibilité plus facile des données pour les grandes entreprises qui sont tenues de publier des informations sur leur gouvernance et leurs résultats financiers. L'exploitation des rapports annuels d'entreprise permet alors d'identifier les deux variables clés : la féminisation des organes de décision et la performance.

a) La mesure des variables clés

• Performance des entreprises

Dans la littérature empirique sur le lien entre féminisation et performance, l'indicateur de performance retenu est uniquement la performance économique et financière. Les autres indicateurs disponibles de performance, comme la performance organisationnelle, la performance en termes de développement durable ou encore la performance sociale, ne sont pas pris en compte. Ce choix tient souvent à la difficulté de quantifier les performances non-économiques, alors que plusieurs indicateurs largement reconnus existent pour évaluer la performance économique. Parmi les indicateurs de performance économique retenus dans les études, deux figurent parmi les plus usités : le « q de Tobin » et le rendement des actifs nets.

✓ Le « q de Tobin » mesure le rapport entre la valeur boursière de l'entreprise et la valeur de remplacement du capital fixe (6). Cet indicateur, établi par Tobin (1969), donne une mesure complète de la performance économique puisqu'il incorpore les anticipations à travers la valeur boursière (Bhagat et Bolton, 2008). Le « q de Tobin » permet également de déterminer quels doivent être les comportements d'investissements de l'entreprise mais aussi des actionnaires. Ainsi, si l'entreprise présente un q supérieur à un, cela signifie que la hausse de la valeur boursière sera supérieure au stock de capital fixe. L'entreprise a donc intérêt à augmenter ce stock, c'est-à-dire à investir. Dans une telle situation, les actionnaires anticipent que leurs dividendes vont augmenter. L'indicateur du « q de Tobin » souffre cependant de deux inconvénients. Premièrement, il ne peut être calculé que pour les entreprises cotées en bourse. Deuxièmement, il suppose que les marchés sont efficients au sens de Fama (1965, 1970), c'est-à-dire que l'information sur les marchés est parfaite. Cette mesure de performance ne peut donc être mobilisée de manière efficace lors de phases spéculatives sur les marchés boursiers ou lors de périodes de forte volatilité, c'est-à-dire lors que le cours des actions varie de manière importante sur une période de courte durée (par exemple, la journée ou la semaine).

✓ Le rendement des actifs nets ou ROA (*rendment of assets*) mesure le rapport entre le résultat net, soit le bénéfice (différence entre les produits et les charges dont l'impôt sur les sociétés) et les actifs nets mobilisés pour l'activité, c'est-à-dire les capitaux propres. Il a l'avantage de pouvoir être calculé pour tout type d'entreprise. Cependant, il n'intègre pas les anticipations comme le propose le « q de Tobin ».

D'autres indicateurs de performance sont aussi parfois mobilisés dans la littérature, tels le volume des ventes, la performance boursière (mesurée par l'évolution du cours sur an), la volatilité des titres sur le marché (mesurée comme la variance du cours de l'action), la rentabilité des capitaux propres (ROE), etc. Plus rarement, les analyses empiriques s'intéressent aux facteurs de performances, comme les comportements d'acquisition et de fusions des entreprises (Levi *et al.*, 2013) ou les comportements d'innovation (Torchia *et al.*, 2011).

(6) Le capital fixe définit l'ensemble des actifs corporels (machines par exemple) et incorporels (comme les brevets) destinés à être utilisés dans le processus de production pendant au moins un an.

• Féminisation des conseils d'administration

Pour mesurer la féminisation des organes de décision, la plupart des études recense tous les membres des organes et calcule soit le nombre de femmes, soit la part des femmes parmi ces membres. Certaines études utilisent des variables plus synthétiques telle une variable binaire égale à un lorsque le conseil d'administration étudié compte au moins une femme. D'autres études mobilisent en revanche des indicateurs plus qualitatifs en calculant la part des femmes parmi les administrateurs en fonction de leur degré d'indépendance ou en distinguant les comités dans lesquels elles siègent.

b) Les techniques mobilisées

Pour étudier le lien entre féminisation et performance des entreprises, des techniques quantitatives sont généralement mobilisées. Ces techniques permettent en effet de caractériser le lien qui unit les deux variables. C'est le cas notamment des outils statistiques standards (comme la corrélation empirique, les tests d'égalité de moyenne, etc.) ou de la méthode d'études d'événements (*event studies*). Ces outils très simples d'utilisation souffrent cependant d'un inconvénient majeur : ils mesurent une corrélation mais non une causalité. Ils ne prennent en effet pas en compte les autres facteurs explicatifs de la performance et de fait, ne peuvent mesurer le pouvoir explicatif relatif de la féminisation des conseils sur la performance.

Pour dépasser cette limite, la plupart des travaux empiriques mobilise un second type de techniques statistiques : les techniques de régression. Ces techniques permettent d'estimer l'effet de la féminisation sur la performance toutes choses égales par ailleurs, c'est-à-dire en rendant les entreprises comparables du point de vue des autres variables explicatives, hors la féminisation. Grâce à ces techniques, il devient possible d'évaluer comment varie la performance entre deux entreprises ayant des caractéristiques communes en termes de taille, de secteur d'activité, de structure de l'actionnariat, etc. mais l'une, par exemple, ayant une féminisation forte et l'autre une féminisation faible. En contrôlant pour tous les autres déterminants de la performance, il est alors possible d'isoler l'effet pur de la féminisation sur la performance.

Ces techniques reposent sur l'estimation d'une équation du type :

$$perf_i = \alpha fem_i + \beta'X_i + \varepsilon_i$$

où *perf* mesure la performance de l'entreprise, *fem* la féminisation des organes de décision, *X* un vecteur de facteurs explicatifs de la performance, ε un terme d'erreur et *i* une indicatrice d'entreprise.

Cette équation peut être estimée en se basant sur des données transversales (échantillon d'entreprises observées lors d'une seule année) ou sur des données de panel (échantillon d'entreprises suivies sur plusieurs années). Dans ce dernier cas, la richesse des données permet de tenir compte d'effets tels que l'évolution de la conjoncture ou des effets propres aux firmes et qui ne pourraient être pris en compte dans des données transversales.

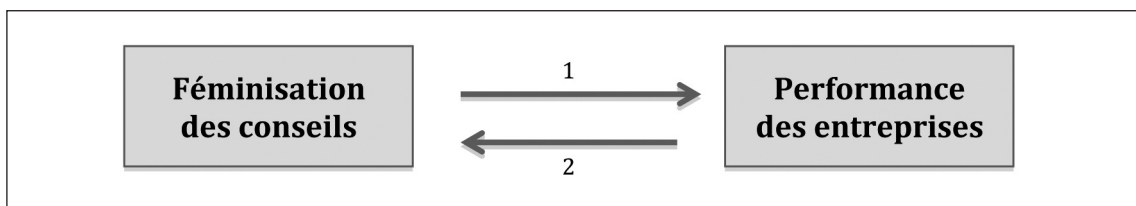
• Un problème central : la féminisation est-elle endogène ?

Quelles que soient les données, les techniques de régression linéaire permettent d'aboutir à des estimations robustes mais au prix d'hypothèses parfois très discutables. Ainsi, elles supposent que toutes les variables, dont la féminisation, sont exogènes. Ceci revient à imposer que la féminisation est le résultat d'un processus aléatoire.

Cette hypothèse est pourtant largement remise en question par plusieurs auteurs (Demsetz et Lehn, 1985 ; Hillman *et al.*, 2007, Adams *et al.*, 2010 ou Moulin et Point, 2012) qui soulignent que la composition des organes de décision (et donc le degré de féminisation) découle au contraire d'une stratégie de l'entreprise. La féminisation serait alors une variable endogène, c'est-à-dire qu'elle pourrait être expliquée par des facteurs observables (comme la taille de l'entreprise, le type d'actionnariat, le secteur d'activité, la structure par genre de son équipe de direction, la taille des conseils, la présence antérieure de femmes, etc.) mais aussi inobservables du point de vue de l'évaluateur (comme la préférence des actionnaires pour la féminisation). Or, nier l'endogénéité de la variable de féminisation biaiserait de manière importante l'estimation de l'impact de cette féminisation sur la performance.

Des travaux récents, comme ceux d'Hermalin et Weisbach (2003) ou d'Adams et Ferreira (2009) présentés *infra*, ont donc proposé des analyses corrigeant l'endogénéité de la féminisation (technique des variables instrumentales). Dans la lignée de ces travaux, Daunfledt et Rudholm (2012) se sont même interrogés sur le sens de causalité entre performance et féminisation en testant l'existence d'une causalité inverse à celle étudiée jusqu'à présent, comme l'illustre la figure 3. Ainsi, la féminisation expliquerait la performance (relation 1 dans la figure 3) mais la performance pourrait aussi expliquer la féminisation, comme dans la relation 2 de la figure 3. L'existence de cette double causalité compliquerait alors l'estimation de l'impact de la féminisation puisque les deux phénomènes seraient simultanés. Pour tester la vraisemblance d'une telle configuration, Daunfledt et Rudholm (2012) mettent en place un test de causalité à la Granger (1969).

Figure 3 : Performance et féminisation : une double causalité ?



c) Les résultats

Le tableau 7 synthétise les principales études empiriques menées sur le lien entre féminisation des conseils d'administration et performance. Or, ces études n'aboutissent à aucun consensus.

Certaines études comme celles de Carter *et al.* (2003) pour les entreprises du Fortune 100 et Lückerath-Rovers (2013) sur données néerlandaises, concluent que la part des femmes parmi les administrateurs augmente significativement la performance. Levi *et al.* (2013) et Dowling et Aribi (2013) montrent même que les conseils les plus féminisés prennent des décisions différentes, notamment en soutenant davantage les stratégies de fusions-acquisitions, source de performance économique.

Pourtant, ces résultats positifs sont largement contredits dans la littérature, notamment par les études de Carter *et al.* (2010) sur données américaines et de Rose (2007), sur données danoises, qui concluent à un effet non-significatif de la part des femmes administrateurs sur la performance. Farrel et Hersch (2013), pour les entreprises du Fortune 500 and Service 500 (entre 1990 et 2000), confirment que l'ajout d'une femme administrateur dans les conseils n'a aucun impact sur la performance des entreprises étudiées. De plus, ils mettent en évidence que les femmes administrateurs de leur échantillon sont davantage recrutées par les entreprises qui étaient antérieurement les plus performantes.

Ces résultats posent donc la question du sens de causalité entre féminisation des organes de décision et performance (cf. figure 2). Daunfledt et Rudholm (2012) sur données suédoises ne trouvent cependant pas d'évidence empirique de l'existence d'une double causalité et concluent que c'est avant tout la féminisation qui impacte la performance et non l'inverse. Pour autant, la féminisation découle bien d'un processus endogène, puisque la féminisation dépend des attributs de l'entreprise et de son environnement. Hillman *et al.* (2007) montrent sur données américaines que la taille de l'entreprise ou son secteur d'activité affecte sensiblement la féminisation des conseils. Cette dernière s'avère être nettement plus forte lorsque l'entreprise est de grande taille et issue d'un secteur d'activité dont la main-d'œuvre est à dominante féminine. Moutin et Point (2012) sur données françaises (SBF120, 2008) soulignent aussi que le taux de féminisation dépend également de la structure de l'actionnariat : les entreprises les plus familiales étant les plus féminisées, notamment en raison de la nomination comme administrateurs de femmes ayant un lien de parenté avec les détenteurs de capital.

Lorsque ce problème d'endogénéité est pris en compte, les études concluent à un effet négatif de la féminisation des conseils sur la performance. Ainsi, Daunfledt et Rudholm (2012) sur données suédoises, Adams et Ferreira (2009) sur données américaines mais aussi Ahren et Dittmar (2012) sur données norvégiennes établissent que la féminisation des conseils d'administration a finalement diminué de manière significative la performance des entreprises.

Ces résultats pourraient tenir à plusieurs facteurs.

- Premièrement, la féminisation n'aurait peut-être pas permis d'atteindre la masse critique, au sens de Kanter (1977), selon laquelle les minorités peuvent s'exprimer et finalement influencer les décisions. Demeurées souvent largement minoritaires dans les conseils, les femmes ne seraient alors pas en mesure de peser sur les décisions stratégiques. Ce problème a été notamment mis en évidence par Campell et Minguez-Vera (2007), sur données espagnoles, qui montrent que ce n'est pas la présence de femmes dans les conseils qui améliore la performance mais bien le taux de féminisation. Ce résultat attesterait donc qu'en dessous d'un seuil critique la féminisation ne produirait pas d'effet. À partir d'entretiens qualitatifs auprès de 50 femmes administratrices dans des entreprises du Fortune 1000, Konrad *et al.* (2008) et Erkut *et al.* (2008) ont conclu que cette masse critique serait de trois femmes au minimum dans chaque conseil. Ce seuil de trois femmes est confirmé par une étude quantitative menée sur données norvégiennes (Torchia *et al.*, 2011).
- Deuxièmement, l'impact nul voire négatif de la féminisation des conseils sur la performance pourrait signaler la difficulté de recruter des femmes administratrices ayant les compétences demandées pour cette tâche. Ahren et Dittmar (2012) montrent que les femmes nommées administratrices suite à l'instauration du quota en Norvège sont plus jeunes et ont moins d'expérience en termes de direction et de management des entreprises. Elles seraient alors moins à même de donner des conseils judicieux lors de la définition de la stratégie de l'entreprise. Devant la faiblesse (réelle ou supposée) du vivier de femmes pouvant être administratrices, les entreprises norvégiennes semblent donc avoir privilégié le cumul et le recrutement de femmes moins expérimentées pour satisfaire aux exigences du quota. Au final, les conseils, suite au quota et donc à la féminisation, pourraient être moins compétents, ce qui expliquerait des prises de décision moins rentables.
- Troisièmement, la féminisation, au moins à court terme, pourrait désorganiser les conseils. En effet, un large consensus émerge de la littérature empirique pour établir qu'hommes et femmes administrateurs se comportent effectivement de manière très différente, ce qui modifierait de manière radicale le fonctionnement des conseils (Adams et Ferreira, 2009 ; Carter *et al.*, 2010). Ainsi, les conseils les plus féminisés auraient tendance à davantage contrôler les dirigeants. Finalement, la féminisation pourrait être profitable lorsqu'elle se produit dans des entreprises qui, au départ, avaient une gouvernance forte. En revanche, la féminisation serait problématique lorsque la gouvernance pratiquée était souple, la féminisation menant à un sur-contrôle des dirigeants (Adams et Ferreira, 2009).

Les études empiriques ne permettent donc pas d'aboutir à un consensus sur l'impact de la féminisation des conseils d'administration sur la performance des entreprises. Elles mettent surtout en évidence la difficulté à mesurer cet impact puisque la féminisation n'est pas un processus aléatoire, mais dépend de la stratégie des entreprises, elle-même influencée par les politiques publiques destinées à favoriser la présence de femmes dans les conseils. Les politiques de quotas, en modifiant le fonctionnement des conseils et donc la gouvernance des entreprises, pourraient alors compromettre le délicat équilibre entre toutes les parties prenantes dans les entreprises (Adams et Ferreira, 2009).

Tableau 7 : Synthèse des travaux empiriques

Analyse de l'impact de la féminisation sur la performance			
Auteurs	Données	Méthode	Résultats
Adams et Ferreira (2009) – <i>Journal of Financial Economics</i>	1 939 entreprises américaines (dans la base IRCC) 1996-2003.	Panel avec effets fixes d'entreprises et DMC – Instrument : part des administrateurs hommes qui siègent dans d'autres conseils dans lesquels des femmes siègent.	Effet négatif de la féminisation sur la performance (« Q de Tobin » et ROA) – Profil et comportement différents des femmes administrateurs.
Ahren et Dittmar (2012) – <i>The Quarterly Journal of Economics</i>	248 entreprises norvégiennes cotées 2001-2009.	DMC – Instrument : variation de la part des femmes dans les conseils avant la législation.	Effet négatif de la féminisation sur la performance (« Q de Tobin »).
Campell et Minguez-Vera (2007) – <i>Journal of Business Ethics</i>	408 entreprises espagnoles (secteur non financier) cotées entre 1995 et 2000.	DMC – Instrument : taille du conseil.	Effet positif de la part des femmes administrateur sur la performance (« Q de Tobin ») mais effet non significatif de la présence de femmes dans le conseil.
Carter, Simkins, Simpson (2003) <i>The Financial Review</i>	797 entreprises du Fortune 100 en 1999.	MCO et DMC – Instruments : âge moyen dans le conseil et présence d'une femme directrice de l'entreprise.	Effet positif de la féminisation sur la performance (« Q de Tobin »)
Carter <i>et al.</i> (2010) <i>Corporate Change</i>	641 firmes américaines de l'indice S&P 500 1998-2002.	MCO avec prise en compte d'effets fixes individuels et temporels.	Pas d'effet de la féminisation sur la performance (« Q de Tobin ») mais un effet positif sur le ROA.
Daunfeldt et Rudholm (2012) – <i>Working Paper</i>	20 487 entreprises cotées en Suède 1997-2005.	Panel (random-effects random-coefficients model) + Test de Granger.	Effet négatif de la féminisation sur la performance (ROA) – Pas de causalité inverse.
Erhardt <i>et al.</i> (2003) <i>Corporate Governance</i>	127 grandes entreprises américaines.	MCO.	Effet positif de la féminisation sur la performance (ROA).
Farrel et Hersch (2005) <i>Journal of Corporate Finance</i>	Entreprises des listes Fortune 500 and Service 500 1990-2000.	Études d'événement.	Effet non-significatif de l'ajout de femmes administrateurs dans les conseils sur la performance.
Francoeur <i>et al.</i> (2008) <i>Journal of Business Ethics</i>	230 entreprises canadiennes de la liste du Financial Post (2002-2004).	MCO (modèle de Fama et French).	Effet positif sur performance de long terme, notamment pour entreprises opérant dans des environnements complexes.
Lückerath-Rovers (2013) <i>Journal of Management Governance</i>	99 entreprises néerlandaises du Dutch Female Borad Index – 2007.	MCO.	Effet positif de la féminisation sur ROE.

Rose (2007) <i>Corporate Change</i>	Entreprises danoises cotées au Copenhague Stock Exchange 1998-2001.	MCO.	Pas d'effet de la féminisation sur la performance (« Q de Tobin »).
Torchia <i>et al.</i> (2011) <i>Journal of Business Ethics</i>	317 entreprises norvégiennes cotées au the Oslo Stock Exchange – 2005-2006.	MCO.	Effet positif sur la performance si plus de deux femmes dans le conseil.
Analyse des déterminants de la féminisation			
Auteurs	Données	Méthode	Résultats
Hillman <i>et al.</i> (2007) <i>Academy of Management Review</i>	1 000 grandes entreprises américaines entre 1990 et 2003.	Logit.	Analyse des déterminants de la féminisation des CA : impact significatif des caractéristiques de l'entreprise.
Moulin et Point (2012) <i>Revue de Gestion des Ressources Humaines</i>	100 entreprises françaises du SBF 120 2008.	Logit.	Analyse des déterminants de la féminisation des CA : impact significatif des caractéristiques de l'entreprise.

NB : MCO : Moindres carrés ordinaires ; DMC : Doubles moindres carrés.

PARTIE II

LE CAS DES ENTREPRISES DU CAC40

La littérature théorique et empirique ne permet donc pas de dégager un consensus net quant à l'effet de la féminisation sur la performance des entreprises. Les travaux les plus récents (Adams et Ferreira, 2009) soulignent d'ailleurs que le contexte institutionnel et le fonctionnement *ex-ante* des organes de décision influencent probablement l'impact de la féminisation. Il semble donc nécessaire de procéder à des évaluations par pays de manière à tenir compte au mieux de ces caractéristiques institutionnelles spécifiques. Nous proposons ici d'étudier le cas des grandes entreprises françaises, celles cotées au CAC40. Le cas français est en effet tout particulièrement intéressant car la loi Copé-Zimmermann a conduit à un lady boom, c'est-à-dire à une forte augmentation de la part des femmes administrateurs en un temps relativement court. Ce phénomène n'a pourtant été que peu étudié et son impact potentiel sur la performance des entreprises a été fortement négligé. Ainsi, les rares études sur le cas français se situent généralement en amont du lady boom ou n'étudient pas l'impact de la féminisation des conseils sur la performance. Ainsi, Ferrary (2009, 2010) centre l'analyse sur l'effet de la féminisation du top management sur la performance, alors que Moulin et Point (2012) étudient bien la féminisation des conseils mais en analysant ses déterminants et non son impact. En outre, ces études se basent souvent sur des méthodes d'analyse qui ne permettent pas d'identifier les effets causaux de la féminisation sur la performance. Elles mobilisent en effet des outils de statistiques descriptives qui assurent une description efficace du phénomène mais restent centrées sur des analyses de corrélation.

Nous proposons donc de dépasser ces analyses en deux temps :

- 1) en construisant tout d'abord une base de données originale rassemblant des données sur la féminisation et des données de performance. Cette base constitue en soi un observatoire de la féminisation des conseils d'administration des entreprises du CAC40 ;
- 2) en mobilisant des outils statistiques plus analytiques. Ainsi, pour évaluer l'impact de la féminisation des conseils d'administration sur la performance des entreprises, nous avons opté pour une analyse quantitative mobilisant des outils économétriques. Ces outils ont pour avantage de pouvoir mesurer l'impact marginal de la féminisation sur des critères objectifs de performance et de pouvoir répondre aux questions suivantes :
 - est-ce que la féminisation a un impact sur la performance, toutes choses égales par ailleurs ?
 - si le taux de féminisation des conseils augmente d'un point, quel effet moyen peut être attendu sur la performance ?

L'analyse économétrique ne permet en revanche pas d'expliquer finement pourquoi la féminisation produit tel ou tel impact. Seule une analyse qualitative (par entretiens notamment) serait en mesure d'identifier les canaux de transmission, sans être pour autant capable de quantifier les effets.

Nous présentons ci-après la base de données constituée et le traitement de ces données pour aboutir aux résultats de l'évaluation.

1) DONNÉES ET STATISTIQUES DESCRIPTIVES

A. Construction de la base de données

Afin de mesurer l'impact de la féminisation des conseils d'administration sur la performance économique des entreprises, nous devons tout d'abord observer ces deux variables clés dans plusieurs entreprises. Or, si plusieurs bases de données existent déjà

pour caractériser chacune de ces variables, ces bases souffrent toujours d'une ou plusieurs limites, ce qui nous a conduit à construire notre propre base.

• Les bases de données existantes et leurs limites

Concernant la féminisation, plusieurs observatoires ont déjà été mis en place en France. Le plus connu est probablement celui constitué par CapitalCom. Cet observatoire fournit des données précises (nombre de femmes administrateurs, taux de féminisation, cumul de mandats, *etc.*) sur la féminisation des conseils des grandes entreprises du CAC40. Pourtant, les données CapitalCom ne peuvent être directement mobilisées pour analyser l'effet de la féminisation des conseils d'administration sur la performance des entreprises et ce, pour deux raisons :

- Premièrement, les données CapitalCom recensent toutes les entreprises cotées au CAC40 chaque année. Or, au cours d'une période de temps donnée, certaines entreprises peuvent sortir du CAC40 et d'autres y entrer. Les données recensées par CapitalCom ne constituent par conséquent pas un panel d'entreprises mais un pseudo-panel puisque seules certaines entreprises, celles qui ne sont pas connues d'entrée ou de sortie de cote, peuvent être observées durant la totalité d'une période donnée. Les données CapitalCom ne permettent donc pas d'analyser l'évolution des comportements de toutes les entreprises du CAC40 en termes de féminisation de leurs organes de décision.
- Deuxièmement, ces données CapitalCom renseignent uniquement sur la féminisation des organes des décisions (et du top management) mais ne donnent pas d'indicateurs de performance des entreprises enquêtées. Les données CapitalCom ne permettent donc pas d'analyser l'impact de féminisation sur la performance des entreprises.

Concernant la performance des entreprises, plusieurs sources de données peuvent être mobilisées comme les bases *ORBIS* ou *DIANE* qui recensent les données comptables des grandes entreprises, notamment celles du CAC40. Ces bases fournissent également des données sur les membres des conseils d'administration mais uniquement pour la dernière année observée. Ces bases de données financières ne permettent donc pas de reconstituer l'évolution de la composition des organes de décision et donc d'apprécier le phénomène de féminisation.

• Méthodologie de construction de la base de données

En raison des limites des bases de données existantes, nous avons décidé de constituer notre propre base de données. Celle-ci permet d'observer simultanément la féminisation des conseils et les indicateurs de performance dans les quarante entreprises qui étaient cotées au CAC40 au 31 décembre 2012 (cf. tableau 8) sur une période de cinq ans entre 2008 à 2012 (7).

Nous disposons ainsi de données dites de panel puisque nous observons chaque entreprise chaque année durant quatre ans (contrairement aux observatoires existants). Grâce à la double dimension de nos données, nous pouvons alors étudier :

- les différences de taux de féminisation et d'impact de ces taux sur la performance entre les entreprises une même année ;
- les différences de taux de féminisation et d'impact de ces taux sur la performance d'une entreprise dans le temps.

(7) Durant la période 2008-2012, quatre entreprises sont sorties du CAC40 (Alcatel, Dexia, Peugeot, Lagardère) et deux entreprises ont fusionné (GDF et Suez). Dans le même temps, cinq entreprises sont entrées dans le CAC40 (en 2010, LVMH et en 2011, Gemalto, Legrand, Publicis, Safran et Solvay).

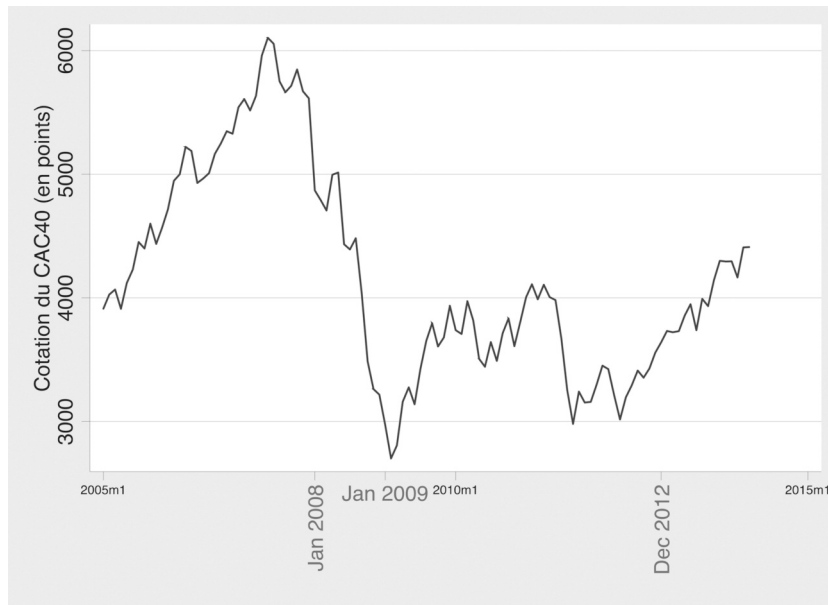
Tableau 8 : Liste des entreprises de l'échantillon

ACCOR SA	LAFARGE SA
L'AIR LIQUIDE, SOCIÉTÉ ANONYME POUR L'ÉTUDE ET L'EXPLOITATION DES PROCÉDÉS GEORGES CLAUDE	LEGRAND
ALSTOM S.A.	LVMH MOET HENNESSY – LOUIS VUITTON SA
ARCELORMITTAL S.A.	ORANGE (ex. France Telecom)
AXA	PERNOD RICARD SA
BNP PARIBAS	PUBLICIS GROUPE SA
BOUYGUES SA	RENAULT
CAP GEMINI	SAFRAN
CARREFOUR SA	SANOFI
COMPAGNIE DE SAINT GOBAIN SA	SCHNEIDER ELECTRIC SA
COMPAGNIE GÉNÉRALE DES ÉTABLISSEMENTS MICHELIN (C.G.E.M.) SA	SOCIÉTÉ GÉNÉRALE
CRÉDIT AGRICOLE S.A.	SOLVAY SA
DANONE	ST MICROELECTRONICS
ÉLECTRICITE DE FRANCE SA	TECHNIP
ESSILOR INTERNATIONAL SA	TOTAL S.A.
EUROPEAN AERONAUTIC DEFENCE AND SPACE COMPANY EADS N.V.	UNIBAIL-RODAMCO
GDF SUEZ	VALLOUREC S.A.
GEMALTO N.V.	VÉOLIA ENVIRONNEMENT
KERING (ex. PPR)	VINCI
L'ORÉAL SA	VIVENDI

Nous avons choisi d'observer les entreprises nommées dans le tableau 8 sur la période 2008-2012. Ce choix a été dicté par deux raisons principales :

- Premièrement, cette temporalité nous permet d'observer le comportement des entreprises deux ans avant le vote de la loi Copé-Zimmermann (2011) puis deux ans après ce vote, ce qui permet d'évaluer l'impact qu'a pu avoir la mise en place de la loi à court terme.
- Deuxièmement, la période 2008-2009 est postérieure à la crise des *subprimes* de 2007. Cette crise a provoqué un choc exogène important sur les économies européennes et a largement affecté la performance des entreprises et plus globalement les marchés financiers. Comme le montre le graphique 8, le CAC40 a connu une forte hausse jusqu'en 2007 puis, suite à l'éclatement de la bulle spéculative sur le marché immobilier américain, une forte dépréciation jusqu'en janvier 2009. Nous avons donc choisi de centrer l'analyse sur une période homogène du cycle économique, c'est-à-dire après 2007, afin de ne pas biaiser les analyses concernant la performance des entreprises.

Graphique 8 : Évolution du CAC40 entre 2005 et 2014



• Les variables disponibles

Pour chacune des entreprises du tableau 8, nous avons consulté les rapports d'activité annuels qui présentent à la fois la composition des conseils d'administration et des données financières. Grâce à ces informations, nous avons pu calculer plusieurs indicateurs financiers et caractériser la place des femmes dans les conseils.

✓ Indicateurs de performance

Sachant que la performance économique ne peut s'apprécier à travers un seul indicateur, nous calculons trois indicateurs de rentabilité financière pour chaque entreprise, chaque année :

- le ROE, soit le taux de rendements des capitaux propres,
- le ROA, c'est-à-dire le taux de rendements des actifs investis,
- le « q de Tobin », qui permet de prendre en compte les anticipations des investisseurs sur le marché financier (à travers la valeur boursière de l'entreprise).

✓ Indicateurs sur la féminisation

Pour chaque entreprise et chaque année, nous observons la composition des organes de décision. Ceci nous permet de calculer le nombre d'administrateurs (*nb_adm*), le nombre de femmes administrateurs (*nb_fem*) dans les conseils et le taux de féminisation (*tx_fem*) qui en découle.

Suivant Hillman *et al.* (2007), Adams et Ferreira (2009) et Moulin et Point (2012), nous suspectons que le taux de féminisation n'est pas une variable exogène, c'est-à-dire dû au hasard mais qu'il peut s'expliquer par des caractéristiques d'entreprise (stratégie, féminisation *ex-ante*, etc.) ou des attributs des administrateurs eux-mêmes (leur préférence pour coopter des femmes, leur réseau, etc.). Or, certaines de ces variables peuvent également affecter la performance, rendant difficile l'identification du réel effet de la féminisation, comme noté *supra*. Afin d'explorer cette piste, nous calculons donc deux variables additionnelles qui pourraient expliquer le taux de féminisation dans une entreprise donnée à une date *t* mais pas la performance à cette même date (on parle alors de variables instrumentales) :

- le taux de féminisation *ex-ante* de l'entreprise (c'est-à-dire le taux observé l'année précédente). Cette variable pourrait être liée au taux de féminisation courant en raison d'effets dits de récurrence : les entreprises ayant déjà un taux de féminisation élevé pourraient éprouver moins de difficultés à coopter d'autres femmes,
- le taux de féminisation moyen dans les entreprises dans lesquelles des administrateurs hommes ont pu siéger de manière simultanée, en raison du cumul de mandats. Cette

variable permet d'évaluer si les hommes administrateurs côtoient des femmes dans les autres conseils. On anticipe que plus les réseaux des hommes sont féminisés, plus ils sont prêts à coopter des femmes (Adams et Ferreira, 2009).

✓ Variables de contrôle

Au-delà des indicateurs de féminisation des conseils et de performance, plusieurs variables de contrôle ont été collectées : la taille de l'entreprise, soit son nombre de salariés (*eff*), sa date de création (*date_crea*) et son secteur d'activité (*serv*). Un indicateur d'indépendance (*indep*) est également calculé. Cet indicateur, lié à la structure de l'actionariat, est une variable binaire égale à 1 si aucun actionnaire ne détient une participation directe ou totale de plus de 24.9 %, ce seuil déterminant le poids crucial d'un actionnaire dans la prise de décision.

Le tableau 9 donne la liste de variables observées dans la base de données.

Tableau 9 : Variables disponibles

Variables	Nom	Description
Composition des conseils d'administration		
Taille du conseil	nb_adm	Nombre de membres
Nombre de femmes	nb_fem	Nombre de femmes administrateurs
Cumul des mandats	nb_cumul	Nombre d'administrateurs qui cumulent des mandats
Taux de féminisation	tx_fem	nb_fem /nb_adm
Taux de féminisation en t – 1	Ltx_fem	Variable instrumentale
Taux de féminisation dans les autres conseils des hommes administrateurs	tx_fem_inst	Variable instrumentale
Performance		
« Q de Tobin »	Q	
ROA	ROA	
ROE	ROE	
Variables de contrôle		
Taille de l'entreprise	leff	Nombre de salariés (en logarithme)
Date de création	creat	
Indicateur d'indépendance	indep	= 1 si entreprise indépendante
Secteur d'activité	serv	= 1 si secteur des service

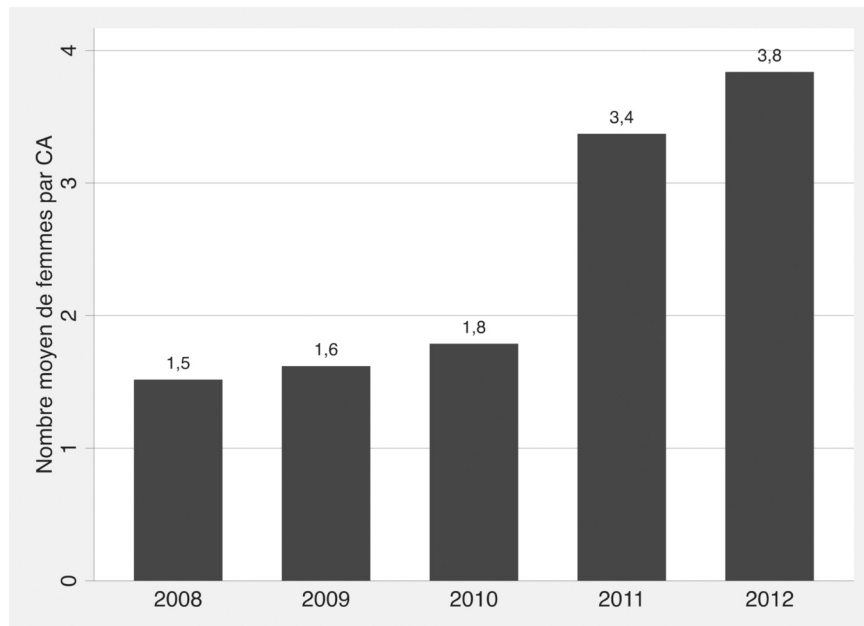
B. Statistiques descriptives

La base de données constituée permet de suivre les 40 entreprises cotées au CAC40 pendant 5 ans de 2008 à 2012, soit 200 observations. Les annexes 3 et 4 fournissent le tableau de statistiques descriptives (moyenne et écart-type) pour chaque variable ainsi que le tableau de corrélation empirique.

Nous analysons ci-après dans le détail l'évolution de la féminisation des conseils et de la performance et les liens potentiels entre ces deux variables.

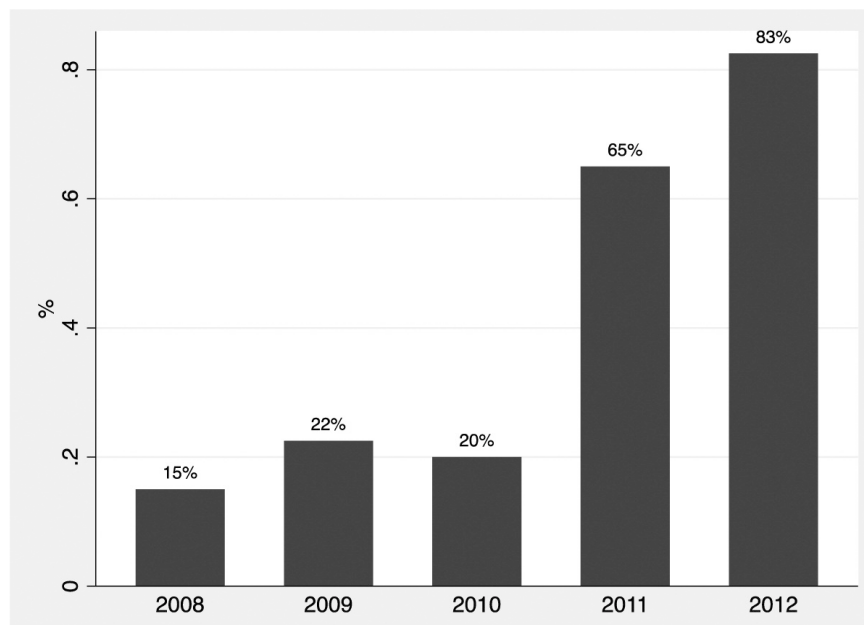
• Une féminisation nette des conseils d'administration

Sur la période 2008-2012, le nombre de femmes dans les conseils d'administration des entreprises du CAC40 est en moyenne de 2,3 pour des conseils composés d'environ 14,1 membres. Mais cette moyenne cache une très forte augmentation du nombre moyen de femmes administrateurs par conseil au cours de la période (cf. graphique 9).

Graphique 9 : Évolution du nombre moyen de femmes administrateurs par conseil

Champ : entreprises cotées au CAC40 en 2012.

Ainsi, les conseils en 2008 n'intégraient en moyenne que 1,5 femme contre 3,8 en 2012. Cette moyenne en 2012 s'avère supérieure donc au seuil critique défini par Kanter (1977), seuil à partir duquel la féminisation devrait produire des effets positifs sur la performance des entreprises. 83 % des entreprises cotées au CAC40 en 2012 ont dépassé le seuil de 3 femmes dans leurs conseils d'administration, alors que ce pourcentage n'était que de 15 % cinq ans plus tôt (cf. graphique 10).

Graphique 10 : Proportion d'entreprises ayant au moins trois femmes administrateurs

Champ : entreprises cotées au CAC40 en 2012.

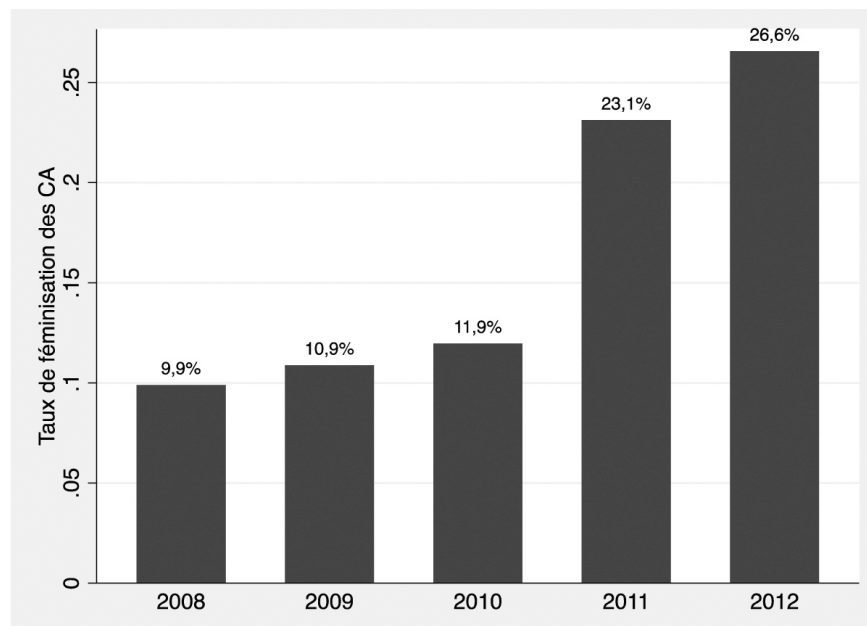
Cette augmentation du nombre de femmes s'est accompagnée sur la même période d'une réduction du nombre total d'administrateurs par conseil, comme en témoigne le tableau 10.

Tableau 10 : Evolution du nombre moyen d'administrateurs par conseil

Année	Nombre d'administrateurs par CA
2008	15,23
2009	15,15
2010	14,79
2011	14,56
2012	14,57
Total	14,86

Champ : entreprises cotées au CAC40 en 2012.

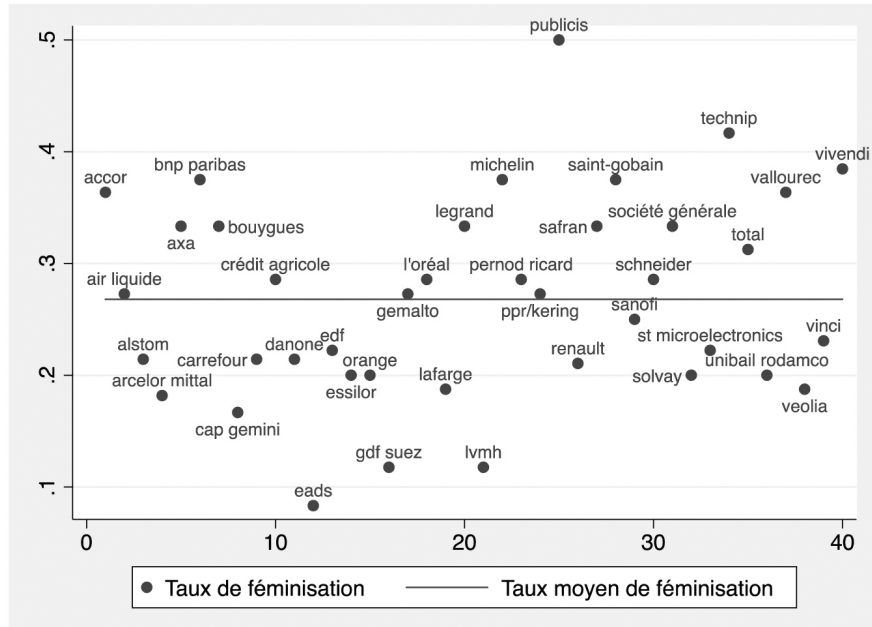
Les entreprises cotées au CAC40 ont donc tout la fois réduit la taille de leurs conseils et féminisés ces derniers entre 2008 et 2012. Le taux de féminisation s'est par conséquent accru d'environ 10 % en 2008 à près de 27 % en 2012, soit une multiplication par 2,7 en 5 ans (cf. graphique 11). Il s'agit donc d'un véritable *lady-boom* qui s'est essentiellement produit entre 2010 et 2011, soit juste après le vote de la loi Copé-Zimmermann, comme déjà mis en évidence par CapitalCom sur des données en pseudo-panel. Ainsi, le taux de féminisation a doublé entre les deux années.

Graphique 11 : Taux de féminisation dans les entreprises du CAC40

Champ : entreprises cotées au CAC40 en 2012.

Pourtant, le phénomène de *lady-boom* n'est pas homogène pour toutes les entreprises. Ainsi, comme le souligne le graphique 12, en 2012, la moitié des entreprises dépasse le taux moyen de féminisation constaté pour les entreprises du CAC40 (26,6 %). Deux entreprises, Publicis et Technip affichent des taux supérieurs au seuil des 40 %, qui sera le quota que devront atteindre en 2017 toutes les grandes entreprises. En revanche, EADS ferme le banc avec un taux de féminisation inférieur à 10 %.

Graphique 12 : Taux de féminisation des conseils d'administration en 2012



Champ : entreprises cotées au CAC40 en 2012.

Lecture : sur l'axe des ordonnées, est figuré le taux de féminisation et sur l'axe des abscisses, le numéro par ordre alphabétique de chaque entreprise cotée au CAC40.

Par ailleurs, la féminisation des conseils d'administration semble s'être accompagnée d'une réduction assez notable du cumul de mandats, c'est-à-dire le fait pour un administrateur de siéger la même année à au moins deux conseils d'administration différents. Ainsi, la part des cumulards est passée de 25 % avant 2010 à 20 % en 2011 et 2012.

Le phénomène de cumul semble d'ailleurs être lié au genre. Ainsi, en moyenne, 23 % des hommes cumulent des mandats contre 18 % des femmes, la différence étant statistiquement significative (au seuil de 5 %). Le tableau 11 permet de compléter cette première analyse. En effet, il renseigne sur le nombre de mandats détenus par genre et par année. On constate que depuis 2010, date de la forte hausse de la féminisation, non seulement, le nombre moyen de mandats diminue mais aussi les différences par genre s'effacent. Il semblerait donc que la féminisation ait contribué à baisser le nombre de mandats détenus par chaque administrateur et donc le phénomène de cumul, qui semblait surtout avantager les hommes. Ce constat est donc contraire à celui fait en Norvège puisqu'après l'instauration des quotas dans ce pays, la féminisation s'était accompagnée d'une forte concentration des mandats entre peu d'administrateurs femmes.

Tableau 11 : Nombre moyen de mandat par administrateur

	Total	Homme	Femme	Différence significative (1)
2008	1,35	1,37	1,24	***
2009	1,35	1,37	1,23	***
2010	1,33	1,35	1,25	**
2011	1,28	1,28	1,26	ns
2012	1,25	1,23	1,28	ns

Champ : entreprises cotées au CAC40 en 2012.

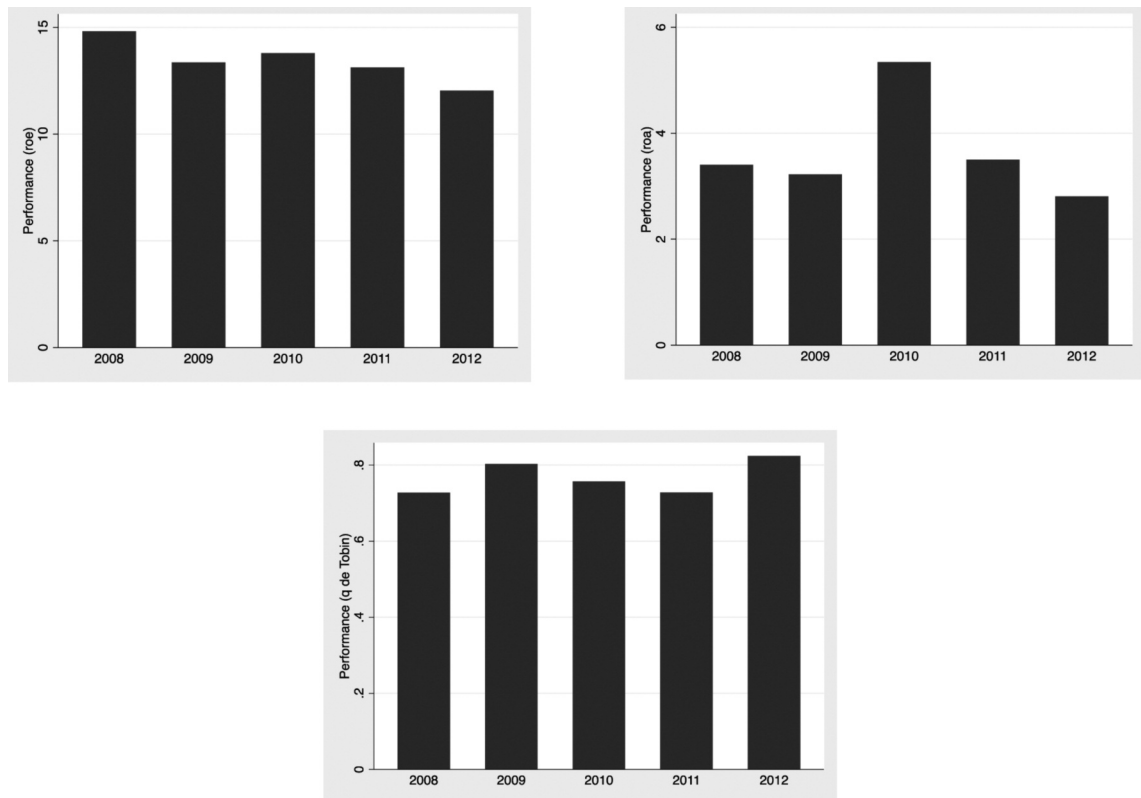
(1) Résultat d'un test d'égalité de moyenne entre hommes et femmes.

• Des indicateurs de performance

Concernant la performance des entreprises, nous avons retenu, comme noté supra, trois indicateurs : le ROE, le ROA et le « q de Tobin ».

Les graphiques 13 présentent l'évolution entre 2008 et 2012 de ces trois indicateurs de performance. Ces graphiques rendent plutôt compte d'une baisse de la performance sur la période, même si des différences surviennent entre les indicateurs. Pour le ROE, la rentabilité des entreprises du CAC40 s'est réduite de manière assez continue au cours de la période. Concernant le ROA, une baisse moyenne est aussi constatée, hormis en 2010, où la rentabilité des actifs nets s'est largement accrue (cette augmentation est aussi visible dans l'évolution du ROE mais de manière moins marquée). Cette amélioration conjoncturelle peut être attribuée à un rebond marqué de l'activité économique en France, après une année de récession en 2009. Quant au « q de Tobin », il est en moyenne toujours inférieur à 1 sur la période, ce qui souligne qu'en moyenne la valeur boursière des entreprises du CAC40 est plus faible que leur stock de capital fixe et qu'en conséquence, un investissement dans ces entreprises n'est pas rentable. Cet indicateur laisse cependant entrevoir une amélioration en 2012, liée à la hausse du CAC, signe d'anticipations plus favorables de la part des investisseurs sur les marchés boursiers. Ainsi, sur les 40 entreprises observées, 37,5 % présentent un « q de Tobin » supérieur à 1 (signe d'un potentiel de rentabilité sur les investissements) contre 27 % en 2008.

Graphique 13 : Évolution de la performance économique 2008-2012



Champ : entreprises non financières cotées au CAC40 en 2012.

• **Un lien de corrélation positif entre performance et féminisation des organes de décision**

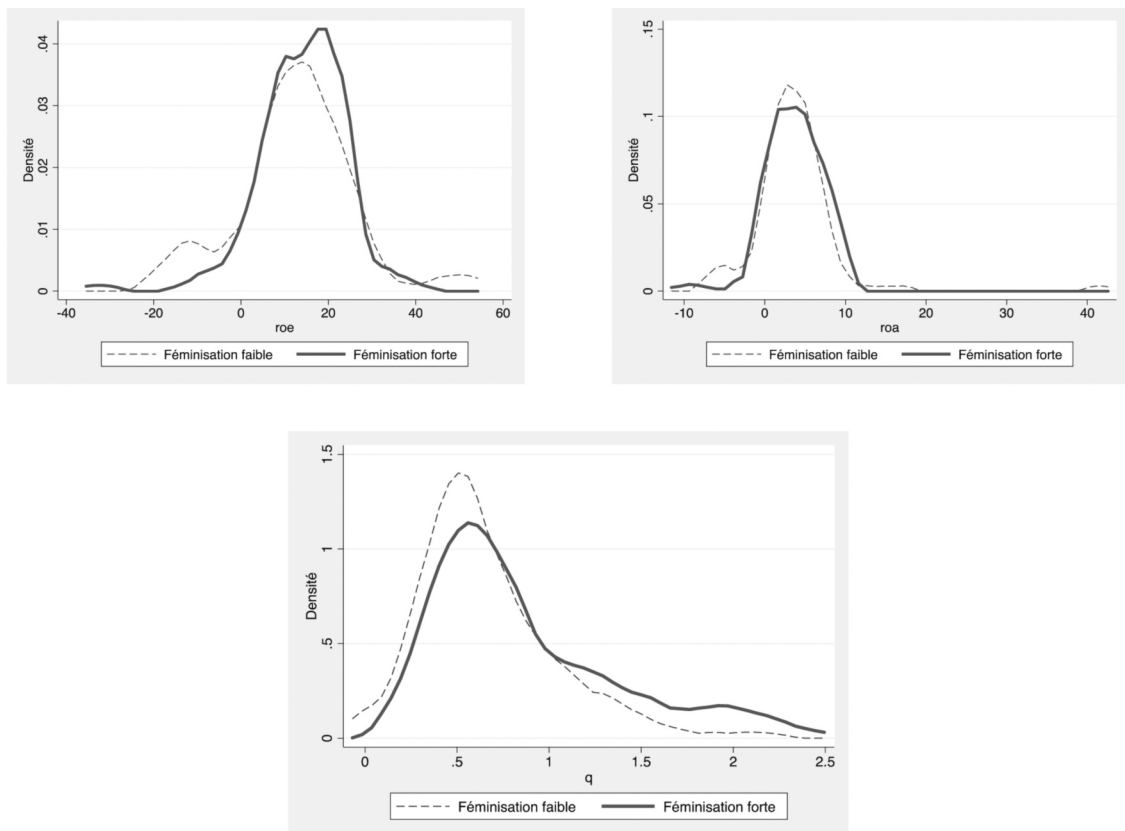
La période 2008-2012 se caractérise donc par une large féminisation des conseils d'administration mais aussi par une performance économique des entreprises plutôt ralentie.

Afin d'explorer un lien statistique potentiel entre féminisation et performance, nous comparons les performances de deux types d'entreprises : celles présentant des taux de féminisation inférieurs à la médiane de l'échantillon (féminisation faible) et celles ayant au contraire des taux de féminisation supérieurs (féminisation forte).

Tableau 12 : Performance moyenne des entreprises et niveau de féminisation

	Performance moyenne		
	ROE	ROA	« q de Tobin »
Conseils faiblement féminisés	12,65	3,67	0,66
Conseils fortement féminisés	14,09	3,64	0,87
Total	13,43	3,66	0,77

La performance moyenne semble être plus importante dans les entreprises dont les conseils sont plus fortement féminisés pour deux indicateurs de performance : le ROE et le « q de Tobin ». En revanche, aucune différence statistique en termes de ROA n'est mise en évidence entre les deux sous-échantillons d'entreprises. Les analyses de densité de la performance (cf. graphique 14) confirment ces résultats et font apparaître que les probabilités d'avoir une performance élevée (hors ROA) sont plus fortes lorsque les conseils sont fortement féminisés.

Graphique 14 : Performance économique et niveau de féminisation

Champ : entreprises non financières cotées au CAC40 en 2012.

• Un lien entre féminisation des organes de décision et caractéristiques des entreprises

Si les statistiques descriptives identifient un lien positif entre féminisation des conseils et performance pour deux des trois indicateurs, elles mettent également en évidence des liens entre la féminisation et les caractéristiques des entreprises.

Tableau 13 : Féminisation et caractéristiques des entreprises

	Taux de féminisation faible (Q1)	Taux de féminisation moyen bas (Q2)	Taux de féminisation moyen haut (Q3)	Taux de féminisation élevé (Q4)	Total
Caractéristiques des entreprises					
Entreprise indépendante	0,67	0,53	0,73	0,74	0,68
Nombre de salariés	115534,60	113230,60	103680,50	95067,28	106355,50
Date de création	1948,90	1952,58	1935,49	1929,26	1940,80
Secteur d'activité : services	0,16	0,35	0,35	0,43	0,33
Variables instrumentales					
Taux de féminisation en t – 1	0,04	0,10	0,14	0,22	0,14
Taux de féminisation autres conseils (cumulards)	0,08	0,12	0,16	0,24	0,15

Ainsi, les entreprises ayant les conseils les plus féminisés semblent être plus indépendants, plus anciennes et davantage positionnées dans le secteur des services. Elles semblent aussi être sur une dynamique de féminisation, puisque le taux de féminisation est en moyenne plus élevé lorsque les conseils étaient déjà plus féminisés *ex-ante*. Enfin, lorsque les membres des conseils ont côtoyé dans le passé plus de femmes dans d'autres conseils, la féminisation est plus forte, signe que les administrateurs seraient sensibles à la féminisation des autres conseils lors des processus de cooptation.

Les statistiques descriptives mettent en évidence un lien entre le taux de féminisation des conseils d'administration et les indicateurs de performance mais également un lien entre le taux de féminisation et les caractéristiques des entreprises et des conseils, qui peuvent aussi influencer la performance. Pour clairement identifier les liens de causalité entre ces phénomènes, nous complétons ces statistiques par des analyses économétriques, seules à même de mesurer des impacts toutes choses égales par ailleurs, c'est-à-dire en rendant les entreprises équivalentes du point de vue de leurs attributs, hors le taux de féminisation.

2) ANALYSE ÉCONOMÉTRIQUE

A. Méthode

Pour évaluer le réel impact de la féminisation des organes de décision sur la performance, deux méthodologies économétriques complémentaires sont mobilisées :

- une méthode de régression linéaire en panel qui assure de mesurer quel supplément de performance peut être attendu si les entreprises améliorent le taux de féminisation des conseils d'administration,
- une méthode de régression basée sur l'estimation d'une fonction de performance (en panel) qui permet de mesurer si plus de femmes dans les organes de décision ne permettraient pas de diminuer les inefficiences de gestion et d'assurer aux entreprises de tendre vers leur performance optimale, c'est-à-dire la performance qui pourrait être atteinte si les entreprises mobilisaient de manière parfaitement efficace tous les facteurs de production.

Ces deux méthodologies sont parfaitement complémentaires puisqu'elles cherchent toutes les deux à mesurer l'impact de la féminisation. Cependant, la méthode de régression permet de quantifier l'effet de la féminisation sur la performance, alors que la méthode par fonction de production permet de mesurer la contribution de la féminisation à l'objectif de performance optimale.

Nous détaillons à présent chacune des deux méthodologies.

• Méthode de régression

Cette première méthodologie est celle mobilisée dans la littérature. Elle repose sur l'estimation d'une équation de performance, formulée de la manière suivante :

$$perf_{it} = \alpha + \beta tx_fem_{it} + \delta'X_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

où :

- $perf$ est l'indicateur de performance de la firme i lors de la période t ;
- tx_fem est le taux de féminisation ;
- X définit un vecteur de caractéristiques d'entreprise (taille, date de création, degré d'indépendance, secteur d'activité, etc.) ;
- ε rassemble tous les facteurs inobservés qui peuvent influencer la performance.

L'équation (1) est estimée tout d'abord par un modèle de régression en panel avec effets aléatoires, c'est-à-dire que le terme d'erreur ε_{it} est défini de la manière suivante (Hsiao, 1986) :

$$\varepsilon_{it} = v_i + w_t + \mu_{it} \quad (2)$$

où v_i représentent l'ensemble des spécificités inobservées a-temporelles propres aux firmes, w_t des effets inobservés temporels communs à toutes les firmes et μ_{it} la composante du résidu total ε_{it} indépendant des effets individuels et temporels.

L'estimation du coefficient β par le modèle à effets aléatoires donne alors l'impact moyen du taux de féminisation sur l'indicateur de performance, toutes choses égales par ailleurs. Si le coefficient estimé est statistiquement différent de zéro (test de Student) et positif, la féminisation des conseils augmente la performance.

Afin de tester la robustesse de l'estimation par le modèle à effets aléatoires, nous mettons en œuvre deux tests statistiques. Tout d'abord, nous réalisons un test du multiplicateur de Lagrange, qui permet de s'assurer que le modèle en panel doit bien être préféré à un modèle classique sans prise en compte de la dimension panel. Une fois tranché le choix du modèle d'estimation en panel, nous procédons à un test d'endogénéité de Wooldridge (2002). Ce test permet de déterminer si les effets aléatoires du modèle de panel sont bien indépendants des variables explicatives. Si tel n'est pas le cas, un biais d'endogénéité dans les estimations surviendrait. Ce risque de biais s'avère d'autant plus probable dans notre cas que les statistiques descriptives ont déjà révélé des liens entre le taux de féminisation et les caractéristiques d'entreprises. Le taux de féminisation pourrait alors aussi dépendre d'éléments inobservés, ce qui causerait un biais d'endogénéité. En présence d'un tel biais, une procédure d'estimation par variables instrumentales (Baltagi, 2013) devra être mise en œuvre.

Cette procédure consiste à estimer l'équation de performance en corrigeant l'endogénéité du taux de féminisation, c'est-à-dire en faisant dépendre le taux de féminisation d'attributs d'entreprise et des variables instrumentales (soit le taux de féminisation retardé d'une période et le taux de féminisation des organes de décision dans lesquels siègent aussi les administrateurs d'une entreprise donnée).

• Méthode par fonction de production

Cette méthode d'estimation n'a jusqu'à présent pas été mobilisée dans la littérature pour évaluer l'impact de la féminisation sur la performance. Elle permet pourtant de compléter les analyses par les méthodes de régression en panel vues *supra* en analysant si la féminisation des conseils d'administration explique une partie de l'inefficience en termes de performances économiques des entreprises.

Cette inefficience se définit ici comme la comparaison entre la performance réalisée (appelée output) et les moyens mis en œuvre par les entreprises pour arriver à cette performance (nommés inputs), comme définit par Farrell (1957). Si les firmes exploitent de manière parfaite les inputs, comparativement aux autres firmes, leur performance est dite optimale, car il ne leur est pas possible d'avoir une performance supérieure compte tenu des moyens déployés. Dans ce cadre optimal, les firmes se situent donc sur/à leur frontière de production ou de performance. En revanche, si les firmes n'exploitent pas parfaite-

ment les facteurs de production, la performance réalisée est inférieure à la performance qui pourrait être atteinte dans la situation optimale. La différence entre la performance réalisée et la performance optimale permet donc de définir l'inefficience technique, c'est-à-dire la marge possible de progression de la performance si les entreprises exploitaient mieux leurs inputs.

Formellement, l'estimation de la frontière de performance et des effets d'inefficience repose sur l'estimation d'un modèle stochastique de frontière (Battese et Coelli, 1995 ; Belotti *et al.*, 2012).

Ce modèle se définit de la manière suivante :

$$perf_{it} = a + b'X_{it} + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

où :

- $perf$ est l'indicateur de performance de la firme i lors de la période t ;
- X définit un vecteur de inputs (taille, date de création, degré d'indépendance, secteur d'activité, *etc.*) ;
- ε rassemble les facteurs inobservés qui peuvent influencer la performance, μ_{it} , et les paramètres d'inefficience, $ineff_{it}$, tels que :

$$\varepsilon_{it} = e_{it} - ineff_{it} \quad (4)$$

Suivant Kumbhakar *et al.* (1991) et Huang et Liu (1994), nous testons si les paramètres d'inefficience, $ineff_{it}$, ne dépendent pas de facteurs observés, notamment du taux de féminisation des conseils d'administration, tx_{fem} .

Au final, nous supposons que les termes d'inefficience, $ineff_{it}$, se définissent de la manière suivante :

$$ineff_{it} \rightarrow \alpha + \left(\mu_{it}, \sigma_{ineff_{it}}^2 \right), \text{ avec } \mu_{it} = \exp(\gamma' z_{it}) \quad (5)$$

où le vecteur z_{it} comprend une constante et la variable tx_{fem} .

Sachant que ce taux de féminisation peut lui même dépendre de caractéristiques particulières (et donc être endogène), nous adoptons une méthode en deux étapes. Nous estimons dans un premier temps le taux de féminisation compte tenu des caractéristiques de l'entreprise, des taux de féminisation passés et des taux de féminisation dans les autres conseils dans lesquels les administrateurs d'une firme donnée (comme vu *supra* dans la méthode de régression). Puis, dans un second temps, nous estimons l'effet sur les paramètres d'inefficience du taux de féminisation estimé dans la première étape. Ceci nous assure d'exclure l'influence des déterminants de cette dernière et donc de mesurer l'effet réel de la féminisation sur la performance.

B. Résultats et commentaires

La mise en œuvre des méthodes économétriques décrites *supra* permet d'aboutir à quatre résultats concernant l'impact de la féminisation des conseils d'administration sur la performance économique des entreprises du CAC40 entre 2008 et 2012.

La féminisation des organes de décision sur la performance est sans effet sur la performance si la féminisation est traitée comme un phénomène exogène...

En effet, l'estimation de l'équation de performance à l'aide d'un modèle de régression en panel, comme définit dans l'équation (1), rend compte d'un effet non significatif du taux de féminisation sur la performance économique des entreprises et, ce, quel que soit l'indicateur de performance mobilisé. Ces résultats sont synthétisés dans le tableau 14 (résultats complets donnés dans l'annexe 5).

Tableau 14 : Impact estimé du taux de féminisation des conseils d'administration sur la performance (modèle de régression en panel sans prise en compte de l'endogénéité)

	ROE	ROA	« Q de Tobin »
tx_fem : taux de féminisation	2,600 (0,410)	1,175 (1,255)	0,089 (0,463)

NB1 : t de Student entre parenthèses.

NB2 : *** : significatif à 1 %, ** significatif à 5 %, * significatif à 10 %.

Ces premières estimations laisseraient donc à penser que le lady-boom dans les organes de décision a été sans effet sur la performance des entreprises. Pourtant, ces estimations nient un fait essentiel, mis en avant dans la littérature récente, la féminisation, et plus globalement les caractéristiques des administrateurs, peuvent difficilement être vues comme des données exogènes, c'est-à-dire complètement indépendantes des attributs des entreprises et notamment de leur stratégie. Au contraire, Hillman *et al.* (2007), Adams et Ferreira (2009) et Moulin et Point (2012) mettent en avant que la nomination des membres des organes de décision suit un processus de décision non aléatoire qui dépend bien de plusieurs facteurs observés (taille de l'entreprise, secteur d'activité, *etc.*) et inobservés (la préférence pour la diversité notamment).

Afin de tester si un tel phénomène se présente également sur les données françaises, nous avons réalisé des tests statistiques (Wooldridge, 2002) assurant de déterminer si la variable de féminisation des conseils est une variable exogène ou non. Ces tests présentés dans l'annexe 6 soulignent que cette hypothèse d'exogénéité est pleinement rejetée : on ne peut considérer que la féminisation des conseils est due au hasard. Si on fait une telle hypothèse, comme dans les estimations du tableau 14, les impacts estimés ne donnent pas l'effet réel de la féminisation mais l'effet de la féminisation et de ses déterminants, sans possibilité de dissocier l'impact relatif de chacun sur la performance des entreprises.

Mais la féminisation n'est pas exogène, elle dépend fortement des caractéristiques de l'entreprise.

Pour lever cette ambiguïté et obtenir une estimation non-biaisée de l'impact de la féminisation des conseils sur la performance, nous avons tout d'abord étudié spécifiquement les déterminants de la féminisation des conseils. Ces estimations (cf. annexe 7) confirment que la féminisation dépend bien de certaines caractéristiques observables des entreprises et que l'hypothèse d'exogénéité ne peut être retenue sur données françaises. Nous présentons ci-après les résultats de l'estimation du taux de féminisation en prenant comme indicateur de performance passée le ROE, sachant que l'annexe 7 présente les résultats des estimations incluant d'autres indicateurs de performance, ce choix n'affectant pas les résultats obtenus.

Tableau 15 : Les déterminants du taux de féminisation

	Taux de féminisation
indep : degré d'indépendance fort	0,006 (0,461)
leff : effectifs salariés	0,007 (- 1,151)
serv : secteur des services	0,010 (0,683)
date_crea : date de création	- 0,000 (- 0,089)
nb_adm : nombre d'administrateurs	- 0,004* (- 1,875)
performance en t - 1	- 0,000 (- 0,696)
taux de féminisation en t - 1	0,588*** (8,681)
taux de féminisation dans autres conseils	0,360*** (5,353)
constante	0,192 (0,881)
R ² (total)	0,6081
Observations	160
Nombre d'entreprises	40

NB1 : t de Student entre parenthèses.

NB2 : *** : significatif à 1 %, ** significatif à 5 %, * significatif à 10 %.

L'analyse des déterminants du taux de féminisation des conseils d'administration met en évidence trois résultats majeurs :

- Sur nos données, les caractéristiques d'entreprises, comme le secteur d'activité, la taille le degré d'indépendance (lié à la structure de l'actionariat), n'ont pas d'impact sur la féminisation, contrairement à ce qui a pu être mis en évidence dans d'autres analyses à l'étranger ou même dans celles de Moulin et Point (2012) sur données françaises.
- D'après nos analyses, la performance économique passée (quel que soit l'indicateur mobilisé) n'influence pas la féminisation. Ce ne sont donc pas forcément les firmes les plus performantes qui féminisent davantage leurs organes de décision contrairement à ce que Farelle et Hersch (2013) établissent pour les entreprises du Fortune 500 avant les années 2000. Notre résultat rejoint, en revanche, clairement celui établi par Daunfeldt et Rudholm (2012), qui concluaient à un effet à sens unique entre féminisation et performance et non à un effet simultané, présenté dans la figure 2.
- En revanche, les caractéristiques des conseils d'administration présentes et passées expliquent fortement la féminisation. Ainsi, le nombre d'administrateurs dans les conseils joue un rôle négatif sur la féminisation. Les conseils les plus étendus seraient donc moins enclins à recruter des femmes. Ce résultat pourrait tenir au fait que, dans nos données, les conseils les plus étendus sont ceux également caractérisés par un taux de cumul des mandats les plus élevés et que ces cumuls concernent davantage les administrateurs hommes que femmes. Au final, ce résultat interroge sur la difficulté qu'auraient les entreprises (même les plus importantes) à recruter des administrateurs nombreux et différents du point de vue du genre et plaiderait pour des conseils plus resserrés, qui favoriseraient une meilleure représentation des femmes. Nos résultats mettent d'ailleurs en évidence que lorsque les entreprises se trouvent dans une dynamique de féminisation et affichent des taux de féminisation passés plus importants, la féminisation actuelle de leur conseil est nettement plus forte. Il semble donc exister de forts effets de récurrence dans le phénomène de féminisation. Cette récurrence pourrait s'expliquer par des effets d'apprentissage dans le recrutement et la cooptation des femmes administrateurs qui assureraient des effets positifs sur plusieurs périodes. Des effets de réseau et de réputation, attractifs pour les femmes administrateurs pourraient

aussi être à l'œuvre. Nos résultats mettent également en évidence, comme Adams et Ferreira (2009), que lorsque des hommes administrateurs d'un conseil côtoient plus de femmes dans les autres conseils d'administration dans lesquels ils siègent, les taux de féminisation sont plus élevés. Il semble donc que les hommes soient davantage enclins à coopter des femmes lorsqu'ils ont siégé dans des conseils plus diversifiés soit parce que leur réseau est de fait plus féminisé, soit parce que ces hommes sont plus familiarisés à la diversité et appréhendent mieux les compétences des femmes (Carli, 2000). Au final, ils peuvent mieux jouer le rôle de prescripteurs.

Au final, nos analyses révèlent bien que le taux de féminisation des conseils d'administration ne peut être traité comme une variable aléatoire. Pour tenir compte de ce résultat et obtenir des estimations non-biaisées de l'impact de féminisation sur la performance, nous avons donc estimé des régressions en panel avec variables instrumentales comme décrites *supra*.

Une fois prise en compte l'endogénéité de la féminisation, cette dernière joue un rôle positif sur la performance

Les résultats des régressions avec variables instrumentales sont synthétisés ci-après (cf. annexe 8 pour les résultats complets).

Tableau 16 : Impact estimé du taux de féminisation des conseils d'administration sur la performance (modèle de régression en panel avec prise en compte de l'endogénéité)

	ROE	ROA	« Q de Tobin »
tx_fem : taux de féminisation	1 948** (1,994)	0,407** (2,092)	0,024** (1,978)

NB1 : t de Student entre parenthèses.

NB2 : *** : significatif à 1 %, ** significatif à 5 %, * significatif à 10 %.

Nos estimations mettent en évidence un impact statistiquement significatif et positif de la féminisation sur la performance, une fois prise en compte l'endogénéité de la féminisation. Nous concluons donc que la féminisation observée sur la période 2008-2012, s'est traduite, toutes choses également par ailleurs, par une performance supérieure : les entreprises qui ont le plus féminisé leurs conseils ont obtenu des résultats économiques et financiers supérieurs. Ce résultat rejoint celui de Ferrary (2010) qui conclut à un effet également positif de la féminisation du top management sur la performance des entreprises. Elle met en évidence que le risque de tonkenisme, craint par Kranter (1977) ne s'est pas forcément produit sur notre échantillon d'entreprises. L'absence d'un tel risque peut tenir au fait que dans notre échantillon, plus de 80 % des entreprises ont dépassé le seuil critique des trois femmes administrateurs. La féminisation des conseils, largement influencée par la loi Copé-Zimmermann, n'a donc pas simplement été positive du point de vue des objectifs de meilleure représentation des femmes dans les entreprises et donc de diversité mais également d'un point de vue de performance économique des entreprises. Pour compléter cette analyse, nous avons procédé à des analyses en termes de frontière afin de mesurer ce que pourrait apporter une féminisation encore accrue des organes de décision.

Accélérer la féminisation des conseils d'administration réduirait l'inefficience et permettrait aux entreprises de s'approcher de leur performance optimale

En mettant en œuvre une telle méthodologie (décrite en détail *supra*), nous mettons en évidence que les entreprises du CAC40 ne réalisent pas leur potentiel de performance, c'est-à-dire la performance qui devrait être atteinte si ces entreprises exploitaient parfaitement leurs facteurs de production. Leur inefficience moyenne oscille entre 17 et 21 % selon l'indicateur de performance retenu (cf. tableau 17). Autrement dit, les entreprises de notre échantillon ne réalisent au mieux que 83 % de leur performance optimale.

Tableau 17 : Inefficiency de performance

	Moyenne	Écart-type	Minimum	Maximum
Inefficiency (ROE)	17,183	8,627	0,014	55,364
Inefficiency (ROA)	21,219	7,089	0,045	47,068
Inefficiency (« Q de Tobin »)	19,762	6,033	0,005	50,268

Nos résultats mettent aussi en exergue que pour réduire cette inefficiency, les entreprises peuvent augmenter la féminisation dans les conseils d'administration, puisque cette féminisation a un effet significatif et négatif sur les termes d'inefficiency. Comme présenté dans le tableau 18 : une augmentation de dix points de la féminisation dans les conseils réduirait l'inefficiency de performance d'environ sept points et rapprocherait donc les entreprises de leur performance optimale.

Tableau 18 : Impact du taux de féminisation sur l'inefficiency de performance moyenne

	Inefficiency ROE	Inefficiency ROA	Inefficiency « Q de Tobin »
tx_fem_p : taux de féminisation (prédit)	- 0,752*** (2,495)	- 0,689*** (2,703)	- 0,790*** (2,516)

NB1 : t de Student entre parenthèses.

NB2 : *** : significatif à 1 %, ** significatif à 5 %, * significatif à 10 %.

Sachant que le taux moyen de féminisation observée en 2012 est de 26,6 %, une augmentation de dix points, soit un passage à 36,6 %, proche du quota imposé par la loi Copé-Zimmermann, assurerait aux entreprises analysées de réaliser entre 85 et 90 % de leur potentiel de performance. Nos analyses soulignent donc que les entreprises du CAC40 ont intérêt d'un point de vue de performance économique à favoriser la féminisation de leurs organes de décision.

Nos analyses quantitatives ne permettent toutefois pas d'identifier quel mécanisme explique cet impact positif mais la revue de littérature proposée *infra* donne quelques pistes d'explication. Ainsi, cet effet positif pourrait être imputé à un contrôle plus efficace et plus marqué des conseils plus diversifiés, la féminisation assurant une plus grande indépendance des administrateurs vis-à-vis des dirigeants de l'entreprise (Carter *et al.*, 2003). Contrairement à ce qu'Adams et Ferreira (2009) établissent pour les entreprises américaines, le *lady-boom* dans les conseils des entreprises du CAC40 n'aurait pas conduit à un sur-contrôle des dirigeants mais plus certainement à un meilleur contrôle, favorable à la performance des entreprises. La féminisation des organes de décision pourrait aussi avoir apporté de nouvelles compétences (Hillman *et al.*, 2002), rendant plus efficace la prise de décision des conseils, notamment en termes de risques. Ces pistes d'explication sont néanmoins à explorer dans des travaux ultérieurs explorant notamment les fonctionnements des conseils d'administration à travers une méthodologie plus qualitative.

CONCLUSION

Un véritable *lady-boom* dans les conseils d'administration a été constaté en France suite au vote de la loi Copé-Zimmermann en 2010. Cette loi, partant d'un constat de forte sous-représentation de femmes dans les organes de décision, impose un quota de 40 % de femmes administrateurs aux grandes entreprises françaises d'ici à 2017. Anticipant la mise en place de cette loi, les grandes entreprises ont coopté un nombre important de femmes administrateurs, ce qui a permis d'atteindre un taux de féminisation des organes de décision de 28 % en 2013 dans les entreprises du CAC40, soit une augmentation de vingt de points en six ans.

Si la loi Copé-Zimmermann a été mise en place essentiellement pour des considérations de meilleure représentation des femmes et de responsabilité sociale des entreprises, plusieurs études ont mis en évidence que la féminisation des conseils d'administration pouvait également influencer la performance des entreprises. Notre étude propose donc une synthèse des travaux entrepris sur le sujet. Cette synthèse permet d'éclairer sur les mécanismes expliquant un impact de la féminisation des conseils sur la performance. Tout d'abord, cet impact est essentiellement dû au fait que les conseils d'administration ont une influence déterminante sur les entreprises en recrutant les dirigeants et en orientant la stratégie. La composition des conseils, et donc la féminisation, affecte au final la performance. Or, femmes et hommes administrateurs ont des compétences et des attitudes différentes dans les conseils. Des conseils plus féminisés ont tendance à davantage contrôler les dirigeants et à prendre des décisions moins risquées, avec des considérations de plus long terme, *etc.* Pourtant, aucun consensus ne se dégage dans la littérature quant à l'impact statistique de la féminisation des conseils d'administration sur la performance des entreprises. Certaines études concluent à un effet positif, d'autres non-significatif et enfin, certaines, notamment celles prenant en compte le fait que le processus de féminisation dépend des caractéristiques de l'entreprise, à un effet négatif. Cette absence de consensus dans la littérature tient essentiellement au fait que les études menées centrent l'analyse sur des échantillons d'entreprises tous différents, notamment en termes de taille et de localisation géographique. Or, les différences institutionnelles nationales sont très marquées et l'hétérogénéité des résultats pourrait tout simplement refléter ces différences.

Concernant les entreprises françaises, très peu d'études sont disponibles. Il existe certes des observatoires de la parité dans les conseils (comme celui de Capitalcom), mais peu de travaux se sont concentrés sur une évaluation quantitative de l'impact de la féminisation des conseils sur la performance.

Notre étude a donc proposé de combler ce manque et analyse le cas des entreprises cotées au CAC40 en 2012 sur la période 2008-2012. Une base de données originale a donc été construite afin d'observer en panel, c'est-à-dire pour chaque entreprise du CAC40 chaque année, des indicateurs de performances économiques, le taux de féminisation des conseils et d'autres attributs d'entreprise (indicateur d'indépendance, taille, secteur d'activité, *etc.*).

Ces données sont analysées d'un point de vue statistique et économétrique afin de mesurer l'impact toutes choses égales par ailleurs de la féminisation des conseils sur la performance.

Deux résultats principaux peuvent être tirés de nos analyses. Premièrement, la féminisation des conseils est largement influencée par des caractéristiques d'entreprise, notamment par la féminisation passée et par le fait que les hommes administrateurs côtoient plus ou moins de femmes dans d'autres conseils. La féminisation n'est pas un processus aléatoire mais découle bien d'une stratégie des entreprises, stratégie mise en œuvre sur une période longue et non à court terme. Deuxièmement, une fois prise en compte cette endogénéité de la féminisation des conseils, cette dernière a bien un effet significatif et positif sur la performance : les entreprises dont les conseils sont les plus féminisés affichent des indicateurs de performance plus élevés, toutes choses égales par ailleurs. Accélérer la féminisation permettrait d'ailleurs aux entreprises de se rapprocher de leur performance optimale, c'est-à-dire de la performance qui devrait être atteinte si les firmes exploitaient parfaitement leurs facteurs de production.

D'un point de vue de politique publique, nos résultats attestent que la mise en place des quotas de femmes dans les conseils a bien incité les entreprises françaises à coopter davantage de femmes administrateurs. Cette féminisation permet bien une meilleure représentation des femmes et permet aussi d'augmenter la performance des entreprises. La féminisation des conseils n'est donc pas simplement positive pour la responsabilité sociale des entreprises et leurs objectifs de diversité, mais aussi pour leur performance économique. La poursuite de la féminisation des organes de décision devrait donc être encouragée et plusieurs pistes, suggérées par nos résultats, pourraient être suivies pour ce faire. Des conseils d'administration de taille réduite devraient être privilégiés afin de lutter contre le cumul des mandats, qui est plus largement pratiqué par les hommes. La cooptation d'hommes administrateurs ayant côtoyé par le passé des femmes administrateurs devrait être encouragée, car leur réseau sera plus féminisé, facilitant ainsi le recrutement de femmes administrateurs. Enfin, l'effort de féminisation des conseils produit des effets positifs à long terme sur le recrutement des femmes administrateurs. Les entreprises doivent donc considérer l'effort de cooptation de femmes dans les conseils comme un investissement produisant des effets positifs à court et long termes.

BIBLIOGRAPHIE

- Adams R., Ferreira D., 2007**, "A Theory of Friendly Boards", *Journal of Finance*, vol. 62, n° 1, pp. 217-250.
- Adams R., Ferreira D., 2009**, "Women in Boardroom and their Impact on Governance and Performance », *Journal of Financial Economics*, vol. 94, pp. 294-309.
- Adams R., Hermalin B., Weisbach M., 2010**, "The Role of Boards of Directors in Corporate Governance: A Conceptual Framework and Survey", *Journal of Economic Literature*, vol. 48, n° 1, pp. 58-107.
- Ahren K. R., Dittmar A., 2012**, "The Changing of the Boards: The Impact on Firm Valuation of Mandated Female Board Representation", *The Quarterly Journal of Economics*, n° 127, pp. 137-197.
- Baltagi B. H., 2013**, *Econometric Analysis of Panel Data*, 5th edition, Chichester, UK, Wiley.
- Battese G. E., Coelli T.J., 1995**, "A Model for Technical Inefficiency Effects in a Stochastic Frontier Production Function for Panel Data", *Empirical Economics*, n° 20, pp. 325-332.
- Battese G. E., Coelli T.J., 1988**, "Prediction of Firm-Level Technical Efficiencies with a Generalized Frontier Production Function and Panel Data", *Journal of Econometrics*, n° 38, pp. 387-399.
- Becker G., 1964**, *Human Capital*, University of Chicago Press, Chicago, IL.
- Belotti F., Daidone S., Ilardi G., 2012**, "Stochastic Frontier Analysis using Stata", *The Stata Journal*, XXX.
- Bem S. L., 1974**, "The Measurement of Psychological Androgyny", *Journal of Consulting and Clinical Psychology*, n° 42, pp. 155-62.
- Bhagat S., Bolton B., 2008**, "Corporate Governance and Firm Performance", *Journal of Corporate Finance*, vol. 14, pp. 257-273.
- Bilimoria D., 2000**, "Building the Business Case for Women Corporate Directors". in: Burke, R. and Mattis, M. (Eds.), *Women on Corporate Boards of Directors: International Challenges and Opportunities*, Kluwer, Dordrecht, pp. 25-40.
- Branson D., 2006**, *No Seat at the Table: How Corporate Governance and Law Keep Women out of the Boardroom*, New York University Press, New York.
- Brown D., Brown D., Anastasopoulos V., 2002**, "Women on Boards: Not just the Right Thing... but the "Bright" Thing", in *The Conference Board of Canada, Ottawa Report*, Report, pp. 341-02.
- Byrnes J., Miller D., Schafer W., 1999**, "Gender Differences in Risk Taking: A Meta-Analysis", *Psychological Bulletin*, vol. LXXXV, pp. 367-383.
- Campbell K., Minguez-Vera A., 2008**, "Gender Diversity in the Boardroom and Firm Financial Performance", *Journal of Business Ethics*, n° 83, pp. 435-451.
- Carli L. J., 1990**, "Gender, Language, and Influence", *Journal of Personality and Social Psychology*, vol. 59, n° 5, pp. 941-52.
- Carter D., D'Souza F., Simkins B., Simpsons W., 2010**, "The Gender and Ethnic Diversity of US Boards and Board Committees and Firm Financial Performance", *Corporate Governance*, vol. 18, n° 5, pp. 396-414.
- Carter D., Simkins B., Simpsons W., 2003**, "Corporate Governance, Board Diversity, and Firm Value", *Financial Review*, vol. 38, n° 1, pp. 33-53.
- Carver J., 2002**, *On Board Leadership*, Jossey-Bass, John Wiley, New-York.
- Catalyst, 2007**, *Catalyst Census of Women Board Directors of the Fortune 1000*, Catalyst, New York.
- Commission Européenne, 2012**, *Les femmes dans les instances de décision économique au sein de l'UE : Rapport de suivi*, 28 p.

- Daily C., Certo T., Dalton D., 1999**, A Decade of Corporate Women: Some Progress in the Boardroom, None in the Executive Suite", *Strategic Management Journal*, n° 20, pp. 93-99.
- Demsetz H., Lehn K., 1985**, "The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences", *Journal of Political Economy*, vol. 93, n° 6, pp. 1155-1177.
- Dowling M., Aribi, Z.A., 2013**, "Female Directors and UK Company Acquisitiveness" *International Review of Financial Analysis*, vol. 29, pp. 79-86.
- Eagly A.H., 2001**, "Social Sex Theory of Sex Differences and Similarities", in *Encyclopedia of Women and Gender*, J. Worell (Ed.), pp. 1069-1978.
- Eckel C., Grossman P., 2002**, "Sex Differences and Statistical Stereotyping in Attitudes Toward Financial Risks", *Evolution and Human Behavior*, vol. 23, n° 4, pp. 281-295.
- Eckel C., Grossman P., 2008**, "Men, Women and Risk Aversion : Experimental Evidence", *Handbook of Experimental Economics Results*, vol. 1, chap. 113, pp. 061-1073.
- Erhardt N. L., Werbel J. D., Shrader C. B., 2003**, "Board of Director Diversity and Firm Financial Performance", *Corporate Governance: An International Perspective*, vol. 11, n° 2, pp. 102-111.
- Erkut S., Kramer V. W., Konrad A. M., 2008**, "Critical Mass: Does the Number of Women on a Corporate Board Make a Difference? ", in S. Vinnicombe, V. Singh, R. Burke, D. Bili-moria and M. Huse (eds.), *Women on Corporate Boards of Directors: International Research and Practice*, Edward Elgar, London, pp. 222-232.
- Fama E., 1965**, "Random Walks In Stock Market Prices", *Financial Analysis Journal*, vol. 76, n° 1, pp. 75-80.
- Fama E., 1970**, "Efficient Capital Markets: a Review of Theoretical and Empirical Work", *Journal of Finance*, vol. 25, n° 2, pp. 383-417.
- Fama E. F., Jensen M., 1983**, "Agency Costs and Residual Claims", *Journal of Law and Economics*, n° 26, pp. 327-349.
- Farrell M.-J., 1957**, "The Measurement of Productive Efficiency", *Journal of the Royal Statistical Society*, Series A, n° 120, p. 230-253.
- Ferrary M., 2010**, "Les Femmes Influencent-elles la Performance des Entreprises ?", *Travail, Genre et Sociétés*, n° 23, pp. 181-191.
- Ferrary M., 2009**, "Les Femmes : Un Remède à la Crise Boursière ?", *Ressources Humaines & Management*, n° 28, pp. 3-6.
- Francoeur C., Labelle R., Sinclair-Desgagne B., 2008**, "Gender Diversity in Corporate Governance and Top Management", *Journal of Business Ethics*, vol. 81, n° 1, pp. 83-95.
- Gladman K., M. Lamb, 2013**, *GMI Ratings' 2013 Women on Boards Survey*, 18 p.
- Granger C.W.J, 1969**, "Investigating Causal Relations by Econometric Models and Cross-Spectral Methods", *Econometrica*, vol. 37, pp. 424-438.
- Hadri K., 1999**, "Estimation of a Doubly Heteroscedastic Stochastic Frontier Cost Function", *Journal of Business Economics and Statistics*, vol. 17, n° 3, pp. 359-363.
- Halko M. L., Kaustia M., Alanko E., 2012**, "The Gender Effect in Risky Asset Holdings", *Journal of Economic Behavior and Organization*, vol. 83, n° 1, pp. 66-81.
- Hartog J., Ferrer-i-Carbonell A., Jonker N., 2002**, "Linking Measured Risk Aversion to Individual Characteristics", *Kyklos*, vol. 55, n° 1, pp. 3-26.
- Hermalin B., 2005**, "Trends in Corporate Governance", *Journal of Finance*, vol. 60, n° 5, pp. 2351-2584.
- Hermalin B., Weisbach M., 2003**, "Boards of Directors as an Endogenously Determined Institution: A Survey of the Economic Literature", *Federal Bank of New-York Economic Policy Review*, vol. 9, n° 1, pp. 7-26.

- Hermalin B., Weisbach M., 1998**, "Endogenously Chosen Boards of Directors", *American Economic Review*, vol. 9, n° 1, pp. 7-26.
- Hillman A. J., Cannella A. A., Paetzold R., 2000**, "The Resource Dependence Role of Corporate Directors: Adaptation of Board Composition in Response to Environmental Change", *Journal of Management Studies*, vol. 37, n° 2, pp. 235-255.
- Hillman A. J., Sphropshire C., Cannella A. A., 2007**, "Organizational Predictors of Women on Corporate Boards", *Academy of Management Journal*, vol. 50, n° 2, pp. 941-952.
- Holmstrom B., 1999**, "Managerial Incentive Problems: A Dynamic Perspective", *Review of Economic Studies*, vol. 88, n° 1, pp. 96-118.
- Hsiao C., 1986**, "Analysis of Panel Data", *Econometric Society Monographs*, n° 11, Cambridge University Press.
- Huang C. J., Liu J.-T., 1994**, "Estimation of a Non-Neutral Stochastic Frontier Production Function", *The Journal of Productivity Analysis*, n° 5, pp. 171-180.
- Huse M., Solberg A.G., 2006**, "Gender-related Boardroom Dynamics: How Scandinavian Women Make and can Make Contributions on Corporate Boards", *Women in Management Review*, vol. 21, n° 2, pp. 113-30.
- Jensen M.-C., Meckling W., 1976**, "Theory of Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics*, vol. 3, n° 4, pp. 305-360.
- Johnson B.-T., Powell, 1994 P.L.**, "Decision Making, Risk and Gender: Are Managers Different?", *British Journal of Management*, vol. 5, n° 2, pp. 123-138.
- Kanter R., 1977**, "Some Effects of Proportions on Group Life: Skewed Sex Ratios and Responses to Token Women", *The American Journal of Sociology*, vol. 82, n° 5, pp. 965-990.
- Kini O., Kracaw W., Mian S., 1995**, "Corporate Takeovers, Firm Performance and Board Composition", *Journal of Corporate Finance*, vol. 1, pp. 383-412.
- Konrad A.-M., Kramer V., Erkut S., 2008**, "Critical Mass: The Impact of Three or More Women on Corporate Boards", *Organizational Dynamics*, vol. 37, n° 2, pp. 145-64.
- Kumar Mishra R., Jhunjunwala S., 2013**, *Diversity and the Effective Corporate Board*, Academic Press, 124 p.
- Kumbhakar S. C., Ghosh S., McGuckin J. T, 1991**, "A Generalized Production Frontier Approach for Estimating Determinants of Inefficiency in U.S. Dairy Farms", *Journal of Business and Economic Statistics*, n° 9, pp. 279-286.
- Landrieux-Kartochian S., 2004**, "La Contribution des Femmes à la Performance : Une Revue de la Littérature", *Document d'Etudes DARES*, n° 83, 43 p.
- Levi M., Li K., Zhang F., 2008**, "Mergers and Acquisitions: The Role of Board Gender Diversity", *Working Paper*, disponible à SSRN 1123735.
- Lindbeck A., Snower D.J., 1989**, *The Insider-Outsider Theory of Employment and Unemployment*, Cambridge, Mass., MIT Press.
- Lückerath-Rovers, 2013**, "Women on Boards and Firm Performance", *Journal of Management Governance*, vol. 17, n° 2, pp. 491-509
- Mace M. L., 1971**, *Directors: Myth and Reality*, Harvard Business School Press, Boston, 213 p.
- Mallin C. A., 2004**, *Corporate Governance*, Oxford: Oxford University Press.
- McInerney-Lacombe N., Bilimoria D., Salipante P.F., 2008**, "Championing the Discussion of Tough Issues: How Women Corporate Directors Contribute to Board Deliberations", in Vinnicome S., Singh V., Burke R. J., Bilimoria D., Huse M. Eds., *Women on Corporate Boards of Directors: International Research and Practice*, Cheltenham, Glos UK, Edward Elgar Publishing Limited.

Meier K., Penz E., 2008, "Sex or Gender? Expanding the sex-based View by Introducing Masculinity and Femininity as Predictors of Financial Risk Taking", *Journal of Economic Psychology*, vol. 29, n° 2, pp. 180-196.

Monks R.A.G., Minow N., 2004, *Corporate Governance*, 3rd ed. Madden, MA: Blackwell Publishing Ltd.

Moulin Y., Point S., 2012, "Les Femmes dans les Conseils d'Administration du SBF120 : Qualités Féminines ou Affaires de Famille ?", *Gestion des Ressources Humaines*, n° 83, pp. 31-44

Peterson C.A., Philpot J., 2007, "Women's Roles on US Fortune 500 Boards: Director Expertise and Committee Membership", *Journal of Business Ethics*, n° 72, pp. 177-96.

Rose C., 2007, "Does Female Board Representation Influence Firm Performance? The Danish Evidence", *Corporate Governance*, vol. 15, n° 1, pp. 404-413.

Ross-Smith A., Bridge J., 2008, "'Glacial at Best': Women's Progress on Corporate Boards in Australia", in *Women on Corporate Boards of Directors*, Edited by S. Vinnicombe, V. Singh, R. J. Burke, D. Bilimoria et M. Huse, chap. 6.

Saint-Onge S., M. Magnan, 2013, "Les Femmes au Sein des Conseils d'Administration : Bilan des Connaissances et Voies de Recherche Futures", *Finance, Contrôle et Stratégie*, vol. 16, n° 1, pp. 2-21.

Sealy R., 2008, "The Importance of Female Role Models for Senior Women in Investment Banks", *Academy of Management Annual Meeting*, Anaheim, CA.

Sealy R., Singh V., Vinnicombe S., 2007, *The Female FTSE Report 2007*, Cranfield, UK.

Schubert M., Brown M., Brachinger H., 2000, "Gender Specific Attitudes Towards Risk and Ambiguity: An Experimental investigation", *Working Paper*, Center for Economic Research, Swiss Federal Institute of Technology Zürich.

Singh V., Terjesen S., Vinnicombe S., 2008, "Newly Appointed Directors in the Boardroom: How do Women and Men Differ?", *European Management Journal*, vol. 26, n° 1, pp. 48-58.

Spell C.S., Bezrukova K., 2010, "Genre, Prise de Décision et Performance", *Travail, Genre et Sociétés*, n° 23, pp. 191-99.

Terjesen S., V. Singh, 2008, "Female Presence on Corporate Boards: A Multi-Country Study of Environmental Context", *Journal of Business Ethics*, vol. 83, n° 1, pp. 55-63.

Terjesen, S. Sealy, R., Singh V., 2009, "Women Directors on Corporate Boards: A Review and Research agenda", *Corporate Governance: An International Review*, n° 17, pp. 320-337.

Tirole J., 1986, "Hierarchies and Bureaucracies: On the Role of Collusion in Organizations", *Journal of Law, Economics and Organization*, vol. 2, n° 2, pp. 181-214.

Tobin J., 1969, "A General Equilibrium Approach to Monetary Theory", *Journal of Money, Credit and Banking*, n° 1, pp. 15-29.

Torchia M., Calabro A., Huse M., 2011, "Women Directors on Corporate Boards: From Tokenism to Critical Mass", *Journal of Business Ethics*, vol. 102, pp. 299-317.

Van der Walt N., Ingley C., 2003, "Board Dynamic and the Influence of Professional Background, Gender and Ethic Diversity of Directors", *Corporate Governance*, n° 11, pp. 218-234.

Wooldridge J. M., 2002, *Econometric Analysis of Cross Section and Panel Data*, Cambridge, M.A., MIT Press.

Zelechowski D., Bilimoria D., 2004, "Characteristics of Women and Men Corporate inside Directors in the US", *Corporate Governance: An International Review*, vol. 12, n° 3, pp. 337-42.

TABLE DES GRAPHIQUES

Graphique 1 : La place des femmes dans la société en Europe.....	12
Graphique 2 : Taux de féminisation des organes de décision dans les pays développés	13
Graphique 3 : Évolution des taux de féminisation dans les organes de décision entre 2009 et 2013 (en points de pourcentage).....	14
Graphique 4 : Évolution de la part des femmes administrateurs dans les entreprises du CAC40 (en %).....	15
Graphique 5 : Évolution de la part des femmes dans les comités exécutifs et de direction.....	16
Graphique 6 : Indicateurs de performance (en %) et féminisation des organes de décision.....	17
Graphique 7 : Les fonctions exercées par les administrateurs hommes et femmes dans les entreprises du Fortune 500 en 2002 (en %).....	21
Graphique 8 : Évolution du CAC40 entre 2005 et 2014.....	34
Graphique 9 : Évolution du nombre moyen de femmes administrateurs par conseil .	36
Graphique 10 : Proportion d'entreprises ayant au moins trois femmes administrateurs	36
Graphique 11 : Taux de féminisation dans les entreprises du CAC40.....	37
Graphique 12 : Taux de féminisation des conseils d'administration en 2012.....	38
Graphique 13 : Évolution de la performance économique 2008-2012.....	39
Graphique 14 : Performance économique et féminisation.....	40

TABLE DES TABLEAUX

Tableau 1 : La part des femmes dans les organes de décision par zone géographique	11
Tableau 2 : Les politiques de quotas par pays.....	15
Tableau 3 : Caractéristiques des hommes et femmes administrateurs dans les entreprises du FTSE 100.....	19
Tableau 4 : Capital humain et rôle des administrateurs : la typologie de Hillman <i>et al.</i> (2008).....	20
Tableau 5 : Quelques exemples issus de l'inventaire des rôles sexués (Bem, 1974)...	22
Tableau 6 : La notion de masse critique.....	23
Tableau 7 : Synthèse des travaux empiriques.....	28
Tableau 8 : Liste des entreprises de l'échantillon.....	33
Tableau 9 : Variables disponibles.....	35
Tableau 10 : Évolution du nombre moyen d'administrateurs par conseil.....	37
Tableau 11 : Nombre moyen de mandat par administrateur.....	38
Tableau 12 : Performance moyenne des entreprises et niveau de féminisation.....	40
Tableau 13 : Féminisation et caractéristiques des entreprises.....	41
Tableau 14 : Impact estimé du taux de féminisation des conseils d'administration sur la performance (modèle de régression en panel sans prise en compte de l'endogénéité).....	44
Tableau 15 : Les déterminants du taux de féminisation.....	45
Tableau 16 : Impact estimé du taux de féminisation des conseils d'administration sur la performance (modèle de régression en panel avec prise en compte de l'endogénéité).....	46
Tableau 17 : Inefficiency de performance.....	47
Tableau 18 : Impact du taux de féminisation sur l'inefficience de performance moyenne	47

TABLE DES FIGURES

Figure 1 : Actionnaires et dirigeants : un problème d'agence.....	18
Figure 2 : Complémentarités des attitudes des femmes et hommes administrateurs...	22
Figure 3 : Performance et féminisation : une double causalité ?.....	26

TABLE DES ENCADRÉS

Encadré 1 : Extrait de la loi Copé-Zimmermann n° 2011-103 relative à la représentation équilibrée des femmes et des hommes au sein des conseils d'administration et de surveillance et à l'égalité professionnelle.....	14
---	----

ANNEXES

TABLE DES ANNEXES

Annexe 1 : Zones géographiques définies dans l'enquête GMI Ratings	58
Annexe 2 : Codes pays – Enquête sur la force de travail	59
Annexe 3 : Statistiques descriptives	60
Annexe 4 : Tableau de corrélation	61
Annexe 5 : Déterminants de la performance économique des entreprises (panel sans traitement de l'endogénéité de la variable de féminisation)	62
Annexe 6 : Tests de spécification des modèles en panel présentés dans l'annexe 5	62
Annexe 7 : Déterminants du taux de féminisation des conseils d'administration	63
Annexe 8 : Déterminants de la performance économique des entreprises (panel avec traitement de l'endogénéité de la variable de féminisation)	64
Annexe 9 : Frontières de performance et impact de la féminisation des conseils sur les inefficiences de performance	65

ANNEXE 1

ZONES GÉOGRAPHIQUES DÉFINIES DANS L'ENQUÊTE GMI RATINGS

Amérique du Sud	Brésil Chili Colombie Mexique Pérou	Amérique du Nord	Canada États-Unis
Pays émergents d'Asie	Chine Corée du Sud Inde Indonésie Malaisie Philippines Taiwan Thaïlande	Pays industrialisés d'Asie	Hong Kong Japon Singapour
Pays émergents d'Europe	Hongrie Pologne République Tchèque Russie	Moyen-Orient et Afrique	Afrique du Sud Égypte Israël Maroc Turquie
Océanie	Australie Nouvelle Zélande	Pays industrialisés d'Europe	Allemagne Autriche Belgique Espagne France Grèce Irlande Italie Pays-Bas Portugal Royaume-Uni Suisse
Pays nordiques	Danemark Finlande Norvège Suède		

ANNEXE 2

CODES PAYS – ENQUÊTE SUR LA FORCE DE TRAVAIL

BE	Belgique	LT	Lituanie	UK	Royaume-Uni
BG	Bulgarie	LU	Luxembourg		-----
CZ	République Tchèque	HU	Hongrie	IS	Islande
DK	Danemark	MT	Malte	LI	Liechtenstein
DE	Allemagne	NL	Pays-Bas	NO	Norvège
EE	Estonie	AT	Autriche		-----
IE	Irlande	PL	Pologne	HR	Croatie
EL	Grèce	PT	Portugal	MK	Ancienne République yougoslave de Macédonie
ES	Espagne	RO	Roumanie	TR	Turquie
FR	France	SI	Slovénie	RS	République de Serbie
IT	Italie	SK	Slovaquie		
CY	Chypre	FI	Finlande		
LV	Lettonie	SE	Suède		

Source : Commission Européenne.

ANNEXE 3

STATISTIQUES DESCRIPTIVES

Variables	Nom	Nombre d'observations	Moyenne	Écart-type	Minimum	Maximum
Composition des conseils d'administration						
Taille du conseil	nb_adm	200	14,13	3,24	8	24
Nombre de femmes	nb_fem	200	2,32	1,63	0	8
Cumul des mandats	nb_cumul	200	0,22	0,14	0	0,57
Taux de féminisation	tx_fem	200	0,16	0,12	0	0,62
Taux de féminisation en t - 1	Ltx_fem	160	0,14	0,11	0	0,62
Taux de féminisation dans les autres conseils des hommes administrateurs	tx_fem_inst	200	0,15	0,11	0	0,66
Performance						
« q de Tobin »	lq	174	-0,43	0,61	-3,09	0,87
ROA	roa	200	3,65	4,49	-10,49	41,48
ROE	roe	200	13,43	11,53	-32,57	51,33
Variables de contrôle						
Taille de l'entreprise	leff	200	11,20	1,02	7,29	13,07
Date de création	date_crea	200	1941	64	1665	2011
Indicateur d'indépendance	indep	200	0,68	0,47	0	1
Secteur d'activité	serv	200	0,33	0,47	0	1

ANNEXE 4

TABLEAU DE CORRÉLATION

	roe	roa	lq	Lroe	Lroa	Llq	indep	serv	leff	date_crea	nb_adm
roe	1										
roa	0,4049	1									
lq	0,3186	0,4275	1								
Lroe	0,5428	0,1334	0,2857	1							
Lroa	0,279	0,1609	0,3621	0,4485	1						
Llq	0,3027	0,4225	0,9186	0,2327	0,3943	1					
indep	0,241	0,0618	0,0499	0,1908	0,02	0,0017	1				
serv	-0,0823	-0,025	-0,1004	-0,046	-0,0339	-0,0883	0,006	1			
leff	-0,0718	-0,1751	-0,3615	-0,0299	-0,1266	-0,2512	-0,0329	-0,1622	1		
date_crea	-0,0549	-0,0502	-0,1319	-0,0513	-0,0688	-0,1428	0,0151	0,3265	-0,0753	1	
nb_adm	-0,0523	-0,1075	-0,0941	-0,0193	-0,1072	-0,0491	-0,2223	-0,2433	0,29	-0,1639	1
tx_fem	0,1601	-0,0122	0,1538	0,1531	0,1527	0,1592	0,1236	0,1732	-0,093	-0,1587	-0,0694

ANNEXE 5

**DÉTERMINANTS DE LA PERFORMANCE ÉCONOMIQUE
DES ENTREPRISES (PANEL SANS TRAITEMENT DE L'ENDOGENÉITÉ
DE LA VARIABLE DE FÉMINISATION)**

	ROE	ROA	« Q de Tobin »
indep : degré d'indépendance fort	3,773** (2,413)	0,837 (0,943)	0,045 (0,231)
leff : effectifs salariés	- 0,520* (- 1,920)	- 0,905** (- 2,219)	- 0,147* (- 1,738)
serv : secteur des services	- 1,504 (- 0,916)	- 0,283 (- 0,306)	- 0,128 (- 0,575)
date_crea : date de création	- 0,005 (- 0,402)	- 0,004 (- 0,663)	- 0,001 (- 0,665)
nb_adm : nombre d'administrateurs	0,113 (0,473)	- 0,063 (- 0,479)	0,005 (0,462)
performance en t - 1	0,458*** (7,261)	0,043** (1,968)	0,004* (1,929)
tx_fem : taux de féminisation	2,600 (0,410)	1,175 (1,255)	0,089 (0,463)
constante	17,696 (0,696)	23,083 (1,604)	3,003 (0,983)
R ² (total)	0,338	0,288	0,313
Observations	160	160	160
Nombre d'entreprises	40	40	40

NB1 : t de Student entre parenthèses.

NB2 : *** : significatif à 1 %, ** significatif à 5%, * significatif à 10 %.

ANNEXE 6

**TESTS DE SPÉCIFICATION DES MODÈLES
EN PANEL PRÉSENTÉS DANS L'ANNEXE 5**

	ROE	ROA	« Q de Tobin »
Test de Lagrange <i>H0 : le modèle à effet aléatoire doit être préféré au modèle à effets fixes</i>	$X^2(1) = 16,34^{**}$ <i>validée</i>	$X^2(1) = 15,89^{**}$ <i>validée</i>	$X^2(1) = 17,03^{**}$ <i>validée</i>
Test de Wooldridge (2002) <i>H0 : les effets individuels aléatoires sont indépendants des variables explicatives (hypothèse d'exogénéité)</i>	$F(5,39) = 43,11^{***}$ <i>rejetée</i>	$F(5,39) = 21,91^{***}$ <i>rejetée</i>	$F(5,39) = 27,36^{***}$ <i>rejetée</i>

ANNEXE 7

DÉTERMINANTS DU TAUX DE FÉMINISATION DES CONSEILS D'ADMINISTRATION

	<i>Taux de féminisation des conseils</i>		
<i>indep : degré d'indépendance fort</i>	<i>0,006 (0,461)</i>	<i>0,005 (0,343)</i>	<i>0,008 (0,601)</i>
<i>leff : effectifs salariés</i>	<i>- 0,007 (- 1,151)</i>	<i>- 0,006 (- 0,952)</i>	<i>- 0,007 (- 1,059)</i>
<i>serv : secteur des services</i>	<i>0,010 (0,683)</i>	<i>0,013 (0,921)</i>	<i>0,002 (0,147)</i>
<i>date_crea : date de création</i>	<i>0,001 (- 0,089)</i>	<i>- 0,002 (- 0,120)</i>	<i>0,001 (0,037)</i>
<i>nb_adm : nombre d'administrateurs</i>	<i>- 0,004* (- 1,875)</i>	<i>- 0,004* (- 1,710)</i>	<i>- 0,004* (- 1,822)</i>
<i>taux de féminisation en t - 1</i>	<i>0,588*** (8,681)</i>	<i>0,594*** (8,734)</i>	<i>0,573*** (8,303)</i>
<i>taux de féminisation dans autres conseils</i>	<i>0,360*** (5,353)</i>	<i>0,337*** (5,046)</i>	<i>0,392*** (6,086)</i>
<i>ROE en t - 1</i>	<i>- 0,013 (- 0,696)</i>		
<i>ROA en t - 1</i>		<i>0,018 (0,813)</i>	
<i>« Q de Tobin » en t - 1</i>			<i>0,007 (0,677)</i>
<i>Constant</i>	<i>0,192 (0,881)</i>	<i>0,174 (0,797)</i>	<i>0,159 (0,723)</i>
<i>R² (total)</i>	<i>0,608</i>	<i>0,608</i>	<i>0,640</i>
<i>Observations</i>	<i>160</i>	<i>160</i>	<i>160</i>
<i>Nombre d'entreprises</i>	<i>40</i>	<i>40</i>	<i>40</i>

ANNEXE 8

**DÉTERMINANTS DE LA PERFORMANCE ÉCONOMIQUE
DES ENTREPRISES (PANEL AVEC TRAITEMENT DE L'ENDOGENÉITÉ
DE LA VARIABLE DE FÉMINISATION)**

	ROE	ROA	« Q de Tobin »
tx_fem : taux de féminisation	1,948** (1,994)	0,407** (2,092)	0,324** (1,978)
indep : degré d'indépendance fort	3,480** (2,196)	0,907* (1,944)	0,044* (1,907)
leff : effectifs salariés	- 0,069 (- 0,643)	- 0,092 (- 1,116)	- 0,091*** (- 3,787)
serv : secteur des services	- 2,638 (- 1,530)	- 0,591 (- 0,678)	- 0,088 (- 1,516)
date_crea : date de création	0,001 (0,107)	- 0,002 (- 0,370)	0,000 (0,128)
nb_adm : nombre d'administrateurs	0,109 (0,449)	- 0,033 (- 0,266)	- 0,000 (- 0,061)
ROE en t - 1	0,447*** (6,943)		
ROA en t - 1		0,175** (2,126)	
« Q de Tobin » en t - 1			0,782*** (20,985)
constante	3,551 (0,135)	16,343 (1,221)	0,805 (0,993)
R ² (total)	0,518	0,491	0,562
Observations	160	160	160
Nombre d'entreprises	40	40	40

NB1 : t de Student entre parenthèses.

NB2 : *** : significatif à 1 %, ** significatif à 5 %, * significatif à 10 %.

ANNEXE 9

FRONTIÈRES DE PERFORMANCE ET IMPACT DE LA FÉMINISATION DES CONSEILS SUR LES INEFFICIENCES DE PERFORMANCE

Frontière de performance	ROE	ROA	« Q de Tobin »
indep : degré d'indépendance fort	3,188** (2,197)	2,792** (2,071)	3,256** (1,997)
leff : effectifs salariés	- 1,280*** (- 3,561)	- 1,783*** (- 2,795)	- 0,978*** (- 3,124)
serv : secteur des services	- 1,212 (- 0,823)	- 0,959 (- 1,307)	- 1,035 (- 0,791)
date_crea : date de création	- 0,002 (- 0,122)	- 0,002 (- 0,114)	- 0,001 (- 0,128)
nb_adm : nombre d'administrateurs	0,364 (1,406)	0,403 (1,468)	0,361 (1,399)
performance en t - 1	0,381*** (6,344)	0,217*** (5,006)	0,362*** (6,045)
constante	35,99 (1,256)	29,823 (1,571)	26,158 (1,364)
Mu	16,831*** (14,030)	16,83*** (14,03)	16,83*** (14,03)
Vsigma	- 10,618 (- 0,863)	- 12,753 (- 0,904)	- 11,934 (- 0,963)
Inefficiences			
taux de féminisation prédit (1)	- 0,752*** (2,495)	- 0,689*** (2,703)	- 0,790*** (2,516)
constante	- 0,752*** (2,495)	- 0,689*** (2,703)	- 0,790*** (2,516)
Log de vraisemblance	- 560,758	- 578,613	- 560,7583
Observations	160	160	160
Nombre d'entreprises	40	40	40

NB1 : t de Student entre parenthèses.

NB2 : *** : significatif à 1 %, ** significatif à 5 %, * significatif à 10 %.

(1) prédit par les modèles présentés dans l'annexe 8.

